



UNIVERSIDADE FEDERAL DE CAMPINA GRANDE
CENTRO DE HUMANIDADES
UNIDADE ACADÊMICA DE ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
CURSO DE ADMINISTRAÇÃO

**DESEMPENHO DAS CORRETORAS PARTICIPANTES DA CARTEIRA
VALOR NO BIÊNIO 2015-2016**

RAYANNA MYKAELLE MACEDO DE ALMEIDA

CAMPINA GRANDE - PB

2017

RAYANNA MYKAELLE MACEDO DE ALMEIDA

**DESEMPENHO DAS CORRETORAS PARTICIPANTES DA CARTEIRA
VALOR NO BIÊNIO 2015-2016**

Relatório de Estágio Supervisionado apresentado ao curso de Bacharelado em Administração da Universidade Federal de Campina Grande, em cumprimento parcial às exigências para obtenção do título de Bacharel em Administração.

Orientador: Profº Adail Marcos Lima da Silva, Ms.

CAMPINA GRANDE - PB

2017

COMISSÃO DE ESTÁGIO

Membros:

Rayanna Mykaelle Macedo de Almeida

Aluna

Profº Adail Marcos Lima da Silva, Ms.

Professor Orientador

Profº Thiago Alexandre Neves Almeida, Dr.

Coordenador de Estágio Supervisionado

CAMPINA GRANDE - PB

2017

RAYANNA MYKAELLE MACEDO DE ALMEIDA

**DESEMPENHO DAS CORRETORAS PARTICIPANTES DA CARTEIRA VALOR
NO BIÊNIO 2015-2016**

Relatório aprovado em ___/___/___

Profº Adail Marcos Lima da Silva, Ms.
Orientador

Profº Thiago Alexandre Neves Almeida, Dr.
Examinador

Profº Suellen Ferreira Campos Fabres, Ms.
Examinadora

CAMPINA GRANDE - PB
2017

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar agradeço a Deus, por me mostrar o caminho e dar força para que eu estivesse aqui concluindo minha graduação.

Dedico esta etapa vencida aos meus pais, Edileusa e Renato, que me criaram e me ensinaram através do exemplo a ser uma pessoa de bem e responsável; a minha irmã, Emanuella, que me inspirou com seu amor pelo estudo; e ao meu esposo, Erick, por estar ao meu lado durante estes quatro anos me incentivando e acreditando no meu potencial.

Agradeço ao meu orientador, Adail Marcos, por todo ensinamento, incentivo, orientação e por acreditar na minha capacidade em desenvolver este trabalho.

As Gestões 2013.1 e 2013.2 da Prospect Empresa Júnior de Administração, agradeço pela amizade, companheirismo e por todo crescimento pessoal e profissional proporcionado.

Ao professor Elmano e o PET Administração, agradeço pela confiança, amizade e crescimento como pesquisadora.

E enfim agradeço à aqueles presentes todos os dias nos quais estive na UFCG, os meus amigos, que tornaram minha rotina mais fácil e me trouxeram as amizades construídas na universidade são para sempre.

ALMEIDA, Rayanna Mykaelle Macedo de. **DESEMPENHO DAS CORRETORAS PARTICIPANTES DA CARTEIRA VALOR NO BIÊNIO 2015-2016**. 90f. Relatório de Estágio Supervisionado (Bacharelado em Administração) – Universidade Federal de Campina Grande, Paraíba, 2017.

RESUMO

Os investidores brasileiros são avessos ao risco, e ao procurar aplicar em bolsa de valores se deparam com incertezas. Deste modo o trabalho procurou explorar a diversificação de carteiras a partir da composição de matrizes, tendo como base a Teoria Moderna da Carteira de Harry Markowitz (1959), e se propôs a averiguar, tomando como ênfase a formação de carteiras de risco mínimo, se as corretoras que sugeriram ações à composição da Carteira Valor, em termos de desempenho, se distinguem mutuamente. Quanto aos termos metodológicos, o estudo é bibliográfico e documental, em relação aos procedimentos, trata-se de uma abordagem quantitativa e no que se refere aos fins é exploratória. Para contemplar o objetivo elencado, foram analisadas as carteiras de risco mínimo, formadas pelas sugestões destas corretoras de valores no biênio 2015-2016, as quais foram submetidas a procedimentos estatísticos descritivos e inferências, a partir dos testes não paramétricos de Kruskal Wallis e Bonferroni-Dunn os quais tomaram, para o risco mínimo e retorno das carteiras de risco mínimo constituídas, como hipóteses: H_0 : Todas as corretoras de valores apresentaram desempenhos semelhantes e H_1 : Pelo menos duas corretoras apresentaram desempenhos diferentes. Com a aplicação dos testes, a um nível de significância de 0,05, a hipótese nula não pôde ser rejeitada, portanto todas as corretoras apresentaram desempenho semelhantes. Contudo, Bonferroni-Dunn, agrega, para o risco mínimo auferido pelas carteiras, as corretoras em três grupos distintos, sendo este outro critério de escolha para os investidores.

Palavras-Chave: Teoria Moderna da Carteira; Diversificação; Matrizes; Risco Mínimo; Corretoras de Valores.

ALMEIDA, Rayanna Mykaelle Macedo de. **PERFORMANCE OF BROKERS PARTICIPATING IN THE PORTFOLIO VALUE IN THE BIENNIUM 2015-2016**. 88f. Report of Supervised Internship (Bachelor of Administration) - Federal University of Campina Grande, Paraíba, 2017.

ABSTRACT

Brazilian investors are risk averse, and when they seek to apply on the stock exchange they are faced with uncertainties. In this way the work sought to explore the portfolio diversification from the composition of matrices, based on the Modern Theory of the Portfolio of Harry Markowitz (1959), and proposed to investigate, taking as an emphasis the formation of minimum risk portfolios, The brokerage firms that suggested actions to the composition of the Portfolio Value, in terms of performance, are mutually distinguishable. As for the methodological terms, the study is bibliographical and documentary, in relation to the procedures, it is a quanti-qualitative approach and as far as the ends are exploratory. In order to take into account the objective listed, the minimum risk portfolios, formed by the suggestions of these securities brokers in the biennium 2015-2016, were analyzed, which were subjected to descriptive statistical procedures and inferences, based on the nonparametric tests of Kruskal Wallis and Bonferroni- Dunn who took the minimum risk and return of the minimum risk portfolios as hypotheses: H_0 : All stock brokers presented similar performances and H_1 : At least two brokerages presented different performances. With the application of the tests, at a significance level of 0.05, the null hypothesis could not be rejected, so all brokerages presented similar performance. However, Bonferroni-Dunn adds, for the minimum risk earned by the portfolios, brokers in three distinct groups, which is another criterion of choice for investors.

Keywords: Modern Theory of Carter; Diversification; Matrices; Minimum Risk; Stock Brokers.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	9
1.1. Objetivos	12
1.1.1. Objetivo Geral	12
1.1.2. Objetivos Específicos	12
1.2. Justificativa	12
2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	14
2.1. Teoria Moderna da Carteira	14
2.2. Formação de carteiras com dois ativos	19
2.3. Formação de carteira com três ativos.....	21
2.4. Formação de carteira com quatro ativos	22
2.5. Formação de carteira com cinco ou mais ativos	23
3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	26
4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	36
4.1. Análise descritiva dos desempenhos das corretoras com base nos retornos das carteiras de risco mínimo	36
4.1.1. Ativa CTV	36
4.1.2. BB Investimentos	37
4.1.3. Bradesco Corretora	37
4.1.4. Citi Corretora.....	38
4.1.5. Geração Futuro	39
4.1.6. Planner Corretora.....	39
4.1.7. Rico Corretora	40
4.1.8. Santander Corretora.....	41
4.1.9. XP Corretora.....	41
4.2. Análise descritiva do desempenho das corretoras com base no risco das carteiras de risco mínimo	42

4.2.1.	Ativa CTV	42
4.2.2.	BB Investimentos	43
4.2.3.	Bradesco Corretora	44
4.2.4.	Citi Corretora	44
4.2.5.	Geração Futuro	45
4.2.6.	Planner Corretora.....	46
4.2.7.	Rico Corretora	46
4.2.8.	Santander Corretora	47
4.2.9.	XP Corretora.....	48
4.3.	Classificação das corretoras quanto ao retorno das carteiras de risco mínimo	48
4.4.	Classificação das corretoras quanto ao risco das carteiras de risco mínimo....	50
5.	CONSIDERAÇÕES FINAIS	53
	REFERÊNCIAS	55
	ANEXOS	59

1. INTRODUÇÃO

Em um momento de instabilidade econômica onde a inflação oscila com frequência, os investimentos em renda fixa podem não ser tão rentáveis. No ano de 2015, por exemplo, o retorno da poupança descontada da inflação ficou negativa em 2,28%, já em 2016 houve uma modificação no cenário e o retorno constituiu o valor de 1,90%, apesar de pequeno foi o maior dos últimos 7 anos (ECONOMÁTICA, 2017).

Em contra partida, investidores tem recorrido a opções de renda variável, a exemplo das aplicações na bolsa de valores. A Bovespa, Bolsa de Valores de São Paulo, por exemplo, teve em 2016 um aumento no percentual de pessoas físicas em seus negócios, subindo de 14% em 2015 para 17% (BM&FBOVESPA, 2017).

Rodrigues et al (2015, p. 01) corrobora com o exposto anteriormente e completa “[...]Contudo, frequentemente o que ocorre, são pessoas que desejam iniciar sua trajetória nos investimentos e não possuem conhecimento adequado do funcionamento do mercado de capitais brasileiro [...]”. Este mercado, no que lhe concerne, é incumbido de negociar ativos mobiliários, dos quais pode-se destacar as ações.

Assim, primeiramente os investidores devem saber que uma “ação é a menor parcela do capital social das companhias ou sociedades anônimas” (ASSAF NETO, 2001). E terem a consciência de que apenas as empresas de capital aberto podem negociar suas ações de forma pública em bolsa de valores (BM&FBOVESPA, 2012).

No Brasil a principal bolsa de valores, na qual são negociados estes títulos, é a BM&FBovespa. Para realizar transações, tanto de compra quanto de venda de valores mobiliários, os indivíduos contratam os serviços das corretoras de valores (ELTON; GRUBER; BROWN, 2012) ou recorrem a bancos credenciados. Esta intermediação é necessária, pois as pessoas físicas ou jurídicas não podem agir diretamente, só por meio de mediadores.

As sociedades corretoras, como também são chamadas as corretoras de valores, são membros das bolsas de valores, onde para operarem neste ambiente devem estar habilitadas pelo Banco Central e pela Comissão de Valores Mobiliários, a CVM (GOMES, 1997). Gomes (1997) e o Banco Central do Brasil ainda colocam que qualquer sociedade pode ser

tornar uma sociedade corretora, desde contraia um título patrimonial de uma bolsa e se submetta as requisições legais e estatutárias.

As corretoras ofertam serviços como plataformas de investimento pela internet, denominadas de home broker, consultoria financeira, clubes de investimento, conta margem para financiamento de compra de ações e administração, e custódia de títulos e valores mobiliários, tais como as ações (BANCO CENTRAL DO BRASIL). Os serviços prestados por estas entidades são pagos por meio de comissões e taxas, segundo o Banco Central.

Sabendo da existência de 450 empresas de capital aberto na Bovespa, segunda a BM&FBovespa (2017), e do conhecimento limitado dos investidores, muitas corretoras têm montado sugestões de carteiras de valores para seus clientes, lhes permitindo uma facilidade maior na tomada de decisão. Portais, jornais e revistas também propalam a um público maior as indicações das sociedades corretoras.

Um dos periódicos que realizam esta divulgação é o Jornal Valor Econômico que mensalmente trás para seus leitores a Carteira Valor, sua própria carteira de ações sugeridas, a qual identifica como (2014):

A Carteira Valor é formada pela média simples da oscilação dos 10 papéis mais indicados pelas instituições financeiras, entre as cinco ações presentes em cada uma das tabelas. Em caso de empate, prevalecem as ações mais líquidas, no período de 90 últimos dias úteis em bolsa encerrado em 28/02/2014. A Carteira Valor não é e não pode ser interpretada como indicação ou recomendação de investimento do jornal Valor Econômico. O jornal não se responsabiliza por decisões de investimento tomadas com base nessas informações. As indicações não consideram diferentes pesos para cada papel.

Ao se analisar a maneira na qual as corretoras sugerem ações e a própria colocação do Jornal Valor Econômico, a respeito dos investimentos em bolsa de valores, se perceberá que não há a indicação de ativos em isolado, apenas em conjunto. Esta perspectiva é reflexo da teorias de investimento que ganharam força no século passado.

O mais famoso estudo e também o que impulsionou a mudança de visão das aplicações em ações foi encabeçado por Harry Markowitz na década de 50 (ZANFERRARI, 2016), levando posteriormente o estudioso a ganhar o Prêmio Nobel de Economia. A Moderna Teoria dos Portfólios, como é conhecido o modelo de Markowitz (1959), utilizando-se apenas do valor esperado, variância e covariância dos retornos, consiste na seleção de ativos para compor carteiras eficientes atendendo aos objetivos dos investidores no que corresponde ao risco e retorno esperado.

Harry Markowitz deixou grandes contribuições no seu modelo, das quais destaca-se a diversificação para minimizar os efeitos do risco (ZANINI; FIGUEIREDO, 2008; RODRIGUES et al, 2015; FARIAS; MOURA, 2013). Esta diversificação de portfólio não é reflexo do total de ativos incluídos em uma carteira, na verdade refere-se a correlação entre os retornos destes ativos (MONTEIRO; MOURA, 2008).

A diversificação se baseia nos preços das ações que podem não se mover exatamente em conjunto, apresentando uma correlação imperfeita, deste modo, ao inserir em uma carteira ativos com esta característica, a variação total é atenuada pela compensação entre as variações, diferentes, dos títulos (ZANINI; FIGUEIREDO, 2008; FARIAS; MOURA, 2013).

No caso do Brasil, a diversificação de um portfólio é mais atrativa para os investidores quando existe a minimização dos riscos. Esta afirmação é pautada na pesquisa realizada pelo Instituto Rosenfield (*apud* CAREGALI, 2012) encomendada pela BM&FBovespa, onde definiu-se o brasileiro como cauteloso. Nesta observação, 52% dos entrevistados alegaram preferir fazer investimentos com baixo risco e baixo retorno, e apenas 7% afirmaram que escolheriam investimentos de alta rentabilidade.

Este perfil é satisfeito ao montar carteiras que têm como objetivo minimizar o risco. Não é necessário que uma carteira eficiente traga altos retornos, ela também pode primar por rendimentos menores, desde que o risco também seja baixo (Pereira et al, 2007). “Sendo assim, o investidor racional desejaria maximizar o fator desejável e minimizar o indesejável” (CASTRO JÚNIOR; FAMÁ, 2002).

Tendo em mente a necessidade do brasileiro em recorrer a novas fontes de investimento pouco exploradas, como o mercado de ações; a falta de conhecimento profundo sobre composição de carteiras por parte dos investidores; e a existência de várias corretoras para intermediar as transações em bolsa de valores, este trabalho buscou, com ênfase nas carteiras de risco mínimo, responder o seguinte questionamento: as corretoras que sugeriram ações à composição da Carteira Valor no período de Janeiro/2015 a Dezembro/2016 se distinguiram mutuamente em termos de desempenho?

1.1. Objetivos

A fim de dar a resposta à problemática da pesquisa foram pontuados os objetivos geral e específicos listados a seguir.

1.1.1. Objetivo Geral

Averiguar, tomando como ênfase a formação de carteiras de risco mínimo, se as corretoras que sugeriram ações à composição da Carteira Valor, em termos de desempenho, se distinguem mutuamente.

1.1.2. Objetivos Específicos

Com a finalidade de atingir o objetivo geral, foram traçados objetivos específicos que podem ser vistos da seguinte maneira:

- i. Analisar descritivamente os desempenhos das corretoras a partir dos históricos dos retornos das carteiras de risco mínimo;
- ii. Analisar descritivamente os desempenhos das corretoras a partir dos históricos dos riscos das carteiras de risco mínimo;
- iii. Classificar e agrupar as corretoras com base nos históricos dos retornos das carteiras de risco mínimo;
- iv. Classificar e agrupar as corretoras com base nos históricos dos riscos das carteiras de risco mínimo.

1.2. Justificativa

Por falta de conhecimento em investimento na bolsa de valores, os investidores podem confiar suas economias em sugestões de corretoras. E sabendo que hoje atuam 88 corretoras na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA, 2017), escolhas erradas pela intermediária podem ocorrer.

Em virtude do exposto, tem-se revistas, portais e jornais divulgando carteiras sugeridas por algumas corretoras, fazendo com que leitores tendam a investir por mediação de uma delas. De tal modo este trabalho toma como referência a Carteira Valor, do Jornal Valor Econômico, e as corretoras participantes. Esta opção se embasa na boa imagem e no profissionalismo do periódico.

Os critérios usados para discernir por qual corretora escolher muitas vezes não tem respaldo estatístico ou teórico. Precocemente, como fator de escolha pode se levar em conta a corretora que teve melhor retorno no mês, ou que apresentou menor risco.

Assim, esta pesquisa baseou-se na Teoria Moderna dos Portfólio de Harry Markowitz (1959), procurando demonstrar através da formação de matrizes e construção de fórmulas como os investidores podem melhor agrupar as ações para atingir uma carteira tida como ótima, segundo os perfis de exposição ao risco. E a avaliação estatística descritiva e inferencial das corretoras. Na análise estatística descritiva foram construídos diagramas de caixa para descrever os riscos e retornos das corretoras. Na apreciação estatística inferencial foram aplicados dois testes estatísticos não paramétricos, Kruskall Wallis e Bonferroni-Dunn.

Juntos, a fundamentação teórica e os métodos estatísticos permitiram a este trabalho um embasamento mais coerente e uma tomada de decisão mais assertiva. Com isto a pesquisa realizada pode servir de modelo para investidores que pretendem montar suas próprias carteiras ou discernir a respeito da intermediária para realizar aplicações em bolsa de valores.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

O capítulo de fundamentação teórica traz consigo o embasamento para dar subsídio à análise de dados realizada na seção quatro desta pesquisa. Assim, de início a fundamentação aborda a Moderna Teoria da Carteira tendo como fontes diversos autores, tratando desde seu surgimento até seus principais conceitos de risco, retorno, correlação e fronteira de eficiência.

Já os pontos seguintes fazem referência à formação de carteiras com dois, três, quatro, e cinco ou mais ativos. Com isto, estas subseções demonstram empiricamente como construir carteiras de ações eficientes a partir do uso de matrizes.

2.1. Teoria Moderna da Carteira

No século XIX os mercados de ações e de títulos de renda fixa surgiam e consigo a preocupação com o risco advindo desses investimentos (DAMODARAN, 2009). Inicialmente o risco, com base nos relatos de Damodaran (2009), era medido de forma qualitativa, mensurado a partir da estabilidade da renda gerada pelos investimentos no longo prazo e pela conservação do capital.

Já no século XX estudos e propostas acerca de uma forma mais confiável de medir o risco foram realizados e grande parte dos estudiosos tinham a ideia de alocar os recursos na ação mais rentável (ZANINI; FIGUEIREDO, 2005). Esta visão perdeu força no começo da década de 1950 com a Moderna Teoria do Portfólio embasada em uma análise quantitativa (PEREIRA et al, 2007; ZANFERRARI; SILVA, 2016).

Sobre a influência dos trabalhos a respeito da incerteza de von Neumann, Friedman e Savage, Markowitz apresentou seu estudo (DAMODARAN, 2009). Neste, propôs a otimização do risco e do retorno através de um modelo de seleção de carteira de ativos (LOPES; CARNEIRO; SCHNEIDER, 2011; Pereira et al, 2007; ZANNI; FIGUEIREDO, 2005; RODRIGUES et al, 2015).

Por conseguinte, uma carteira de ações faz menção a um conjunto de ações, onde unidas possuem as mesmas características, mas com propósito de diversificar o investimento e de reduzir o risco deste portfólio (Pereira et al, 2007). Assim, para mensurar seu risco e retorno Markowitz (1959) se apoiou na estatística.

A primeira variável a ser vista mede a rentabilidade de uma carteira, na qual é obtida pela média ponderada dos retornos esperados das ações individuais (MYERS; BREALEY, 1992; OLIVEIRA; SANTOS, 2014; ZANNI; FIGUEIREDO, 2005).

Em consequente, o risco é fruto das variações de retorno de um ativo em torno da média, isto é, quanto maior for esta dispersão, também conhecida por desvio padrão, maior será o risco da ação (RODRIGUES et al, 2015; TAMBOSI FILHO; SILVA, 2007).

A teoria não se limitou, foi atrás de uma nova forma de ver o risco, quantificando-o ao vincular a variabilidade de uma carteira com os co-movimentos entre os ativos contidos nela (ELTON; GRUBER; BROWN, 2012; SALIM et al, 2016). Estes movimentos entre os títulos permitiu a implantação da diversificação de uma carteira, onde Myers e Brealey (1992, p.138) enfatizam que “Os investidores sensatos não põem todos os seus ovos no mesmo cesto: reduzem o risco através da diversificação” e Bruni e Famá (1998) completa afirmando que os ‘ovos’ não devem apenas ser postos em cestos diferentes, pois uma vez que estes cestos possuíssem uma forte correlação positiva se comportariam como um único cesto.

Markowitz usou como argumento o fato dos investidores terem aversão ao risco, para abordar a necessidade de diversificar, pois o risco instaurado na carteira precisa ser menor que o presente nos seus ativos se vistos isoladamente (DAMODARAN, 2009).

A diversificação é resultado da certificação de que os preços dos ativos financeiros não se influenciam de modo exatamente conjunto, ou seja, possuem uma correlação imperfeita (ZANINI; FIGUEIREDO, 2008; MYERS; BREALEY, 1992). Esta maneira de lidar com o risco encobre a incerteza sobre os acontecimentos, fator não quantificável e inerente às aplicações financeiras em mercados de ações e futuros.

Esta simetria entre os ativos é medida pela covariância, apresentando como se relacionam os valores de uma amostra de ativos (RODRIGUES et al, 2015). Assim, segundo este mesmo autor, quando há uma covariância negativa entre ativos, um se valoriza enquanto o outro desvaloriza-se. Com isto há uma compensação levando a minimização do risco.

Seguindo a mesma lógica da covariância foi estabelecido o coeficiente de correlação, apresentando as mesmas características do seu antecessor com a diferença de estar padronizado (OLIVEIRA; SANTOS, 2014). Esta normalização se dá, com base em Oliveira e Santos (2014), entre o intervalo de -1 a +1, viabilizando uma melhor compreensão.

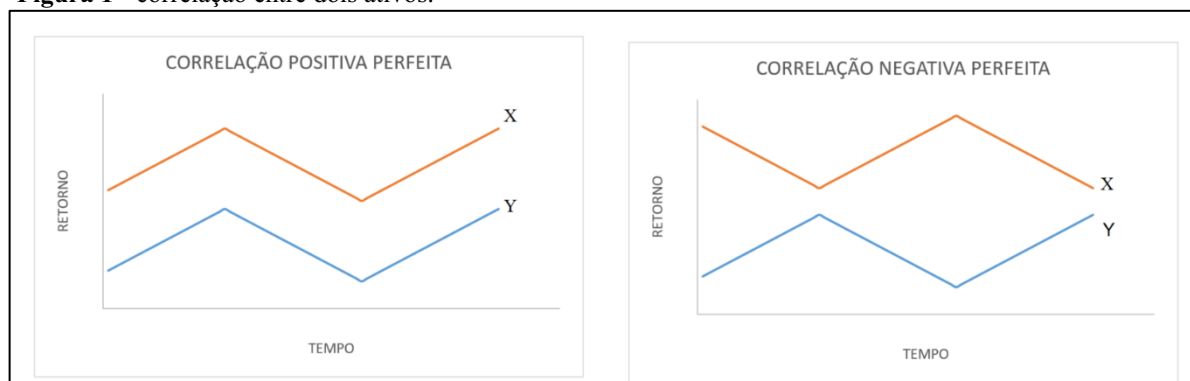
Marques et al (2013), corroborando com o exposto anteriormente, comentam que em uma carteira com menores riscos que os ativos que a compõem, deve ter títulos variando em direção e proporções diferentes. A respeito Gonçalves Júnior, Pamplona e Montevichi (2002, p. 04) completam:

De acordo com o modelo de Markowitz a variância da carteira depende da covariância entre os pares de ativos, a qual por sua vez depende da correlação entre os ativos. Assim, quando dois ou mais ativos pouco relacionados compõem uma carteira de investimentos consegue-se um risco menor que a média ponderada dos riscos individuais, conseguindo algumas vezes um risco menor que o do ativo de menor risco com um retorno maior que o deste ativo (GONÇALVES JÚNIOR, PAMPLONA; MONTEVICH, 2002, p.04).

Outro autor que expõe a mesma análise é Gitman (1997); este destaca a possibilidade de ter uma carteira de ações formada por dois ativos, X e Y, onde ao possuírem correlação igual a 1, portanto positiva e perfeita, se comportarão igualmente perante o mercado, como ilustra o primeiro quadrante da Figura 1. Deste modo, ao investir em ações com esta correlação, o risco da carteira não é minimizado, pois quando um sofrer desvalorização, o outro também sofrerá.

Já quando se tem o coeficiente de correlação em -1, portanto negativa e perfeita, estes ativos são opostamente influenciados, ou seja, quando o ativo X passar por uma queda, o ativo Y estará passando por uma alta, como exposto no segundo quadrante da Figura 1 (FONSECA, 2011; GITMAN, 1997). Assim, ao formar carteira com ativos opostamente correlacionados, tem se que é possível diminuir o risco para o investidor, através da diversificação.

Figura 1 - correlação entre dois ativos.



Fonte: Fundamentado em Gitman (1997, p. 214).

A respeito desta explicação teórica é importante ressaltar a difícil ocorrência das correlações negativas perfeitas quando aplicadas ao mercado financeiro (GONÇALVES

JÚNIOR; PAMPLONA; MONTEVECHI, 2002). Pois, a interação entre as ações se encontram no intervalo entre 1 e -1, desta maneira é inviável, neste tipo de aplicações, extinguir o risco, podendo apenas minimizá-lo através da diversificação.

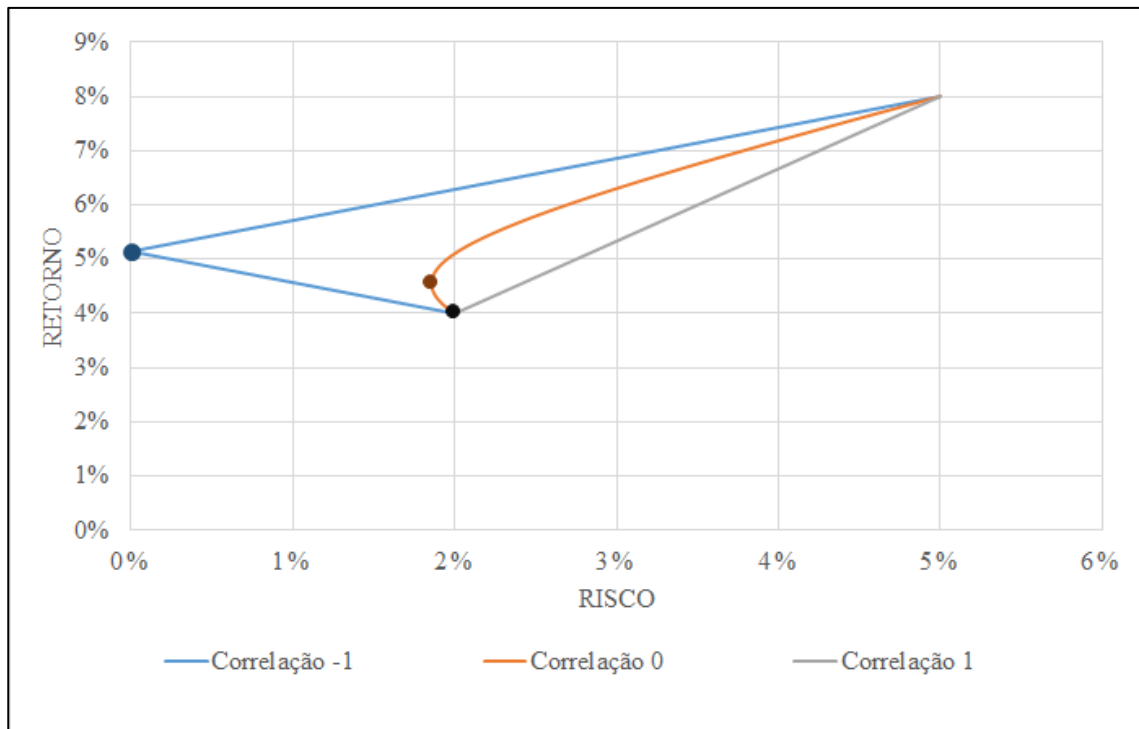
O risco de uma carteira ainda pode ser subdividido em duas partes, o diversificável e o não diversificável (DAMODARAN, 2009; SANTOS; COELHO, 2010). O diversificável, é passível de redução, ao ponto de ser totalmente anulado, através da formação de carteiras com ativos pouco ou correlacionados negativamente, pois é específico às empresas e não sofre influência de forma igualitária para todas as organizações (BODIE; KANE; MARCUS, 2010).

Já o segundo tipo, também conhecido por risco de mercado ou sistemático, refere-se àquele inerente a toda uma economia, afetando todas as organizações do sistema independentemente de seu segmento, segundo Bodie, Kane e Marcus (2010). Ao não conseguir eliminar este segundo risco, os investidores ficam sujeitos as incertezas do mercado mesmo que possuam várias ações (MYERS; BREALEY, 1992).

A diversificação de uma carteira de ativos permite diminuir o risco a medida que os ativos são integrados; mas inclusão de ativos é “boa” até certo ponto; pois quando um portfólio contém um número demasiado elevado de títulos distintos, esta vantagem desaparece, chegando a afetar o desempenho do portfólio (MARTINS, 2014).

As carteiras eficientes, por sua vez, são encontradas numa curva cheia, conhecida como fronteira de eficiência, podendo ser observada na Figura 2 (ZANFERRARI; SILVA, 2016). A fronteira de eficiência indica as carteiras de acordo com a correlação dos ativos e a proporção de seus títulos. Para ilustrar a Figura 2 demonstra a formação da curva de eficiência com dois ativos de risco.

Figura 2 - fronteira de eficiência.



Fonte: Fundamentado em Pinheiro (2012).

Sobre a figura 2, deve-se observar como as correlações expostas, -1, 0 e 1, interferem no risco da carteira com dois ativos. Para as carteiras situadas na linha azul, correspondente a correlação negativa e perfeita, percebe-se possibilidade de extinção do risco. A linha em laranja, representando a correlação nula, 0, sugere que o risco é atenuado, já tendo carteiras com risco menor que o risco do ativo de menor risco, por exemplo. E por fim, a correlação positiva perfeita, em cinza, demonstra que não houve diversificação, pois o risco não foi minimizado, sendo o risco das carteiras formadas igual ou maior que o risco do ativo de menor risco. Contudo, as correlações perfeitas não se aplicam ao mundo real, pois os ativos existentes no mercado possuem correlação positiva (SALIM et al, 2016).

Portanto, para escolher uma carteira dentre as formadas pela curva de eficiência deve-se levar em consideração as que estão na linha posteriores aos pontos marcados no gráfico. Estas marcações indicam o risco mínimo que uma carteira pode oferecer, assim as carteiras abaixo destas devem ser desconsideradas, pois existem outras que ao mesmo risco oferecem retornos maiores (Pereira et al, 2007).

2.2. Formação de carteiras com dois ativos

Uma carteira composta por dois ativos é a configuração mínima de um portfólio, portanto, seu cálculo e resultados são menos complexos que as carteiras formadas por mais de dois ativos.

Primordialmente, para se obter o retorno esperado de uma carteira, são calculados os retornos dos títulos patrimoniais que a comporão. Este resultado é alcançado a partir do cálculo da média dos retornos históricos de cada ativo, sendo conhecida por retorno esperado do ativo (BODIE; KANE; MARCUS, 2010).

A partir dos retornos esperados dos ativos é obtido o retorno esperado da carteira, que é extraído da Fórmula 1, a seguir apresentada (ELTON; GRUBER; BROWN, 2012; OLIVEIRA; SANTOS, 2014; MARKOWITZ, 1959; PIZZATO et al, 2005):

$$R_P = \sum_{i=1}^N (X_i R_i) \quad (01)$$

A fórmula expressa que o retorno da carteira resulta da ponderação entre dos seus ativos e suas respectivas proporções, onde N será o número de ativos, X_i é a parcela da carteira investida no i -ésimo ativo e, por fim, o R_i refere-se ao retorno esperado do i -ésimo ativo (ELTON; GRUBER; BROWN, 2012).

De forma mais detalhada o retorno de uma carteira com dois ativos pode ser obtido a partir da Fórmula 2 (ELTON; GRUBER; BROWN, 2012).

$$R_P = (X_A R_A) + (X_B R_B) \quad (02)$$

Mais complexo que o retorno esperado, o risco da carteira, também conhecido como variância, é indicado pelo símbolo σ e calculado conforme a Fórmula 3 (MYERS; BREALEY, 1992; MARKOWITZ, 1959).

$$\sigma_P^2 = w_A^2 \sigma_A^2 + w_B^2 \sigma_B^2 + 2w_A w_B COV(X_A X_B) \quad (03)$$

Ao reparar na Fórmula 3 percebe-se que o risco da carteira não mede a variância apenas dos ativos em isolado, como já comentado no tópico anterior, ele mede como os retornos das ações se movem em conjunto (ELTON; GRUBER; BROWN, 2012).

Markowitz (1959) demonstrou que o cálculo da variância, ou seja, do risco de uma carteira, pode ser obtido a partir da construção de matrizes. Deste modo, os passos a seguir ilustram como calcular a variância segundo a matemática de matrizes (MARKOWITZ, 1959; MYERS; BREALEY, 1992):

- Em primeiro lugar deve-se construir duas matrizes, uma coluna e outra linha, cada uma contendo dois termos, com cada termo representado pelo produto entre a proporção do ativo e o desvio padrão:

$$\begin{bmatrix} X_A \sigma_A \\ X_B \sigma_B \end{bmatrix} \text{ e } [X_A \sigma_A \quad X_B \sigma_B] \quad (04)$$

Na qual o X corresponde a proporção e o σ o desvio padrão.

- Com as matrizes organizadas deve-se realizar a multiplicação das mesmas;

$$\begin{bmatrix} X_A \sigma_A \\ X_B \sigma_B \end{bmatrix} \times [X_A \sigma_A \quad X_B \sigma_B] \quad (05)$$

- O resultado da multiplicação gera outra matriz, agora 2x2.

$$\begin{bmatrix} X_A^2 \sigma_A^2 & X_A X_B \sigma_{AB} \\ X_A X_B \sigma_{AB} & X_B^2 \sigma_B^2 \end{bmatrix} \quad (06)$$

- Agora, é necessário resolver a matriz 2x2, sendo neste caso, como Myers e Brealey (1992, p.158) retrata, “a variância de uma carteira de duas ações é a soma destas quatro caixas”, que culmina na Fórmula 3 anteriormente citada.
- Com o resultado da variância em mãos, é possível calcular o desvio padrão, também conhecido como risco da carteira. Pois que o desvio padrão é igual a raiz quadrada da variância. O resultado obtido, transformado em porcentagem, indica a probabilidade de ocorrência do insucesso do retorno esperado do portfólio. Com isto, quanto mais alto for o σ maior será o risco e menos atrativa é a carteira para um investidor avesso ao risco.

Agora com o cálculo do retorno e risco parte-se a próxima etapa da formação de uma carteira, onde deve-se “conjuguar” o binômio média-variância junto com o conceito de

eficiência advindo do modelo de Markowitz (TAMBOSI FILHO; SILVA, 2000). Este binômio busca a melhor relação entre risco e retorno, ou seja, almeja as carteiras tidas como eficientes (PANDELO JR, 2010). E, como já retratado nesta pesquisa, estas carteiras são encontradas na fronteira de eficiência.

A deliberação feita pelo investidor depende de suas preferências. Caso seja avesso ao risco, busca carteiras com menor risco na fronteira de eficiência, estando mais à esquerda na fronteira; e uma vez que priorizem o maior retorno, se submetem, portanto, a um risco maior, preferindo carteiras mais à direita da fronteira (RENNER, 2010; FONSECA, 2011).

2.3. Formação de carteira com três ativos

Uma carteira formada por três ativos permite uma maior diversificação em relação as compostas por dois ativos. Em consequência seus cálculos são mais trabalhosos, em especial ao mensurarmos o risco da carteira, pois serão mais ativos para correlacionar.

O retorno esperado de uma carteira com três ativos, assim como a formada por dois, e até mesmo mais que três ativos sempre partirão da seguinte lógica: o retorno de uma carteira é igual a soma da média ponderada dos retornos obtidos pelos ativos que a formam (MARKOWITZ, 1959; Pereira et al, 2007). Observemos a equação abaixo:

$$R_P = (X_A R_A) + (X_B R_B) + (X_C R_C) \quad (07)$$

Seguindo o mesmo raciocínio para o cálculo com dois ativos, a obtenção do risco de uma carteira composta por três ativos é adquirido pela seguinte equação, fundamentada em Bodie, Kane e Marcus (2010):

$$\begin{aligned} \sigma_P^2 = & X_A^2 \sigma_A^2 + X_B^2 \sigma_B^2 + X_C^2 \sigma_C^2 + 2w_A w_B COV(X_A X_B) + 2w_A w_C COV(X_A X_C) \\ & + 2w_B w_C COV(X_B X_C) \end{aligned} \quad (08)$$

Na fórmula acima o que a difere da usada para dois ativos é o acréscimo do cálculo a interação de mais um ativo com ele mesmo e com os outros. Bem como mostrado no ponto anterior, também é possível obter o risco da carteira calculando-o por meio de matrizes, baseando-se em Markowitz (1959) e Myers e Brealey (1992), e adotando os mesmos passos descritos anteriormente para composições com dois ativos:

- Construção de matrizes, uma coluna e outra linha, para esta composição de carteira com três termos, resultante da multiplicação da proporção de cada título patrimonial e seu risco;

$$\begin{bmatrix} X_A \sigma_A \\ X_B \sigma_B \\ X_C \sigma_C \end{bmatrix} e [X_A \sigma_A \quad X_B \sigma_B \quad X_C \sigma_C] \quad (09)$$

- Multiplicação das matrizes;

$$\begin{bmatrix} X_A \sigma_A \\ X_B \sigma_B \\ X_C \sigma_C \end{bmatrix} \times [X_A \sigma_A \quad X_B \sigma_B \quad X_C \sigma_C] \quad (10)$$

- Matriz resultante;

$$\begin{bmatrix} X_A^2 \sigma_A^2 & X_A X_B \sigma_{AB} & X_A X_C \sigma_{AC} \\ X_A X_B \sigma_{AB} & X_B^2 \sigma_B^2 & X_B X_C \sigma_{BC} \\ X_A X_C \sigma_{AC} & X_B X_C \sigma_{BC} & X_C^2 \sigma_C^2 \end{bmatrix} \quad (11)$$

- Soma-se as seis caixas para encontrar a variância da carteira, como descrito na fórmula 5;
- Calcula-se o risco a partir da variância.

Com o retorno e risco da carteira calculados, pode-se encontrar, dentro da fronteira de eficiência a composição da carteira que mais agrada ao investidor de acordo com sua propensão (SANTOS, COELHO, 2010).

2.4. Formação de carteira com quatro ativos

A fim de formar uma carteira com quatro ativos deve-se seguir os mesmos passos para dois e três ativos.

No primeiro instante calcula-se o retorno conforme a Fórmula 1 ou:

$$R_P = (X_A R_A) + (X_B R_B) + (X_C R_C) + (X_D R_D) \quad (12)$$

Em seguida deve-se obter o risco da carteira, sendo possível por dois caminhos, o cálculo por meio da equação, ou a partir da matriz de correlação. A fórmula para uma carteira com quatro ativos é a seguinte:

$$\sigma_p^2 = X_A^2\sigma_A^2 + X_B^2\sigma_B^2 + X_C^2\sigma_C^2 + X_D^2\sigma_D^2 + 2w_Aw_B\text{COV}(X_AX_B) + 2w_Aw_C\text{COV}(X_AX_C) + 2w_Aw_D\text{COV}(X_AX_D) + 2w_Bw_C\text{COV}(X_BX_C) + 2w_Bw_D\text{COV}(X_BX_D) + 2w_Cw_D\text{COV}(X_CX_D) \quad (13)$$

A matriz final para um portfólio com quatro ativos é:

	A	B	C	D
A	$X_A^2\sigma_A^2$	$X_AX_B\sigma_{AB}$ $= X_AX_B\rho_{AB}\sigma_A\sigma_B$	$X_AX_C\sigma_{AC}$ $= X_AX_C\rho_{AC}\sigma_A\sigma_C$	$X_AX_D\sigma_{AD}$ $= X_AX_D\rho_{AD}\sigma_A\sigma_D$
B	$X_AX_B\sigma_{AB}$ $= X_AX_B\rho_{AB}\sigma_A\sigma_B$	$X_B^2\sigma_B^2$	$X_BX_C\sigma_{BC}$ $= X_BX_C\rho_{BC}\sigma_B\sigma_C$	$X_BX_D\sigma_{BD}$ $= X_BX_D\rho_{BD}\sigma_B\sigma_D$
C	$X_AX_C\sigma_{AC}$ $= X_AX_C\rho_{AC}\sigma_A\sigma_C$	$X_BX_C\sigma_{BC}$ $= X_BX_C\rho_{BC}\sigma_B\sigma_C$	$X_C^2\sigma_C^2$	$X_CX_D\sigma_{CD}$ $= X_CX_D\rho_{CD}\sigma_C\sigma_D$
D	$X_AX_D\sigma_{AD}$ $= X_AX_D\rho_{AD}\sigma_A\sigma_D$	$X_BX_D\sigma_{BD}$ $= X_BX_D\rho_{BD}\sigma_B\sigma_D$	$X_CX_D\sigma_{CD}$ $= X_CX_D\rho_{CD}\sigma_C\sigma_D$	$X_D^2\sigma_D^2$

(14)

Por fim, deve-se somar os resultados de cada quadrante da matriz obtendo a variância e a posteriori calcula-se a o desvio padrão, vulgo risco. E então monta-se a fronteira de eficiência e escolhe-se a carteira pretendida.

2.5. Formação de carteira com cinco ou mais ativos

É de consciência que as carteiras de ações podem ser formadas por inúmeros ativos (MARTINS, 2014), e já ficou claro com as seções anteriores deste trabalho que a complexidade das fórmulas vão aumentando à medida que o número de ativos cresce.

Desta maneira é importante ter um modosimplificado de obter, tanto o risco quando o retorno ao se trabalhar com cinco ou mais ativos, e até mesmo menos ativos. Para isto utiliza-

se a programação matemática, a qual será abordada no capítulo correspondente à metodologia da pesquisa.

Enquanto isto, vejamos como convencionalmente se calcula o retorno e o risco para uma carteira de cinco ativos.

O retorno, pode ser extraído da Equação 1 ou destrinchada pela Fórmula 15:

$$R_P = (X_A R_A) + (X_B R_B) + (X_C R_C) + (X_D R_D) + (X_E R_E) \quad (15)$$

E o risco é calculado pela Fórmula 16.

$$\begin{aligned} \sigma_P^2 = & X_A^2 \sigma_A^2 + X_B^2 \sigma_B^2 + X_C^2 \sigma_C^2 + X_D^2 \sigma_D^2 + X_E^2 \sigma_E^2 + 2w_A w_B \text{COV}(X_A X_B) + 2w_A w_C \text{COV}(X_A X_C) + \\ & 2w_A w_D \text{COV}(X_A X_D) + 2w_A w_E \text{COV}(X_A X_E) + 2w_B w_C \text{COV}(X_B X_C) + 2w_B w_D \text{COV}(X_B X_D) + \\ & 2w_B w_E \text{COV}(X_B X_E) + 2w_C w_D \text{COV}(X_C X_D) + 2w_C w_E \text{COV}(X_C X_E) + \\ & 2w_D w_E \text{COV}(X_D X_E) \end{aligned} \quad (16)$$

Ou a partir da aplicação do passo a passo destrinchado nas subseções anteriores, que resultam na matriz:

	A	B	C	D	E
A	$X_A^2 \sigma_A^2$	$X_A X_B \sigma_{AB}$ $= X_A X_B \rho_{AB} \sigma_A \sigma_B$	$X_A X_C \sigma_{AC}$ $= X_A X_C \rho_{AC} \sigma_A \sigma_C$	$X_A X_D \sigma_{AD}$ $= X_A X_D \rho_{AD} \sigma_A \sigma_D$	$X_A X_E \sigma_{AE}$ $= X_A X_E \rho_{AE} \sigma_A \sigma_E$
B	$X_A X_B \sigma_{AB}$ $= X_A X_B \rho_{AB} \sigma_A \sigma_B$	$X_B^2 \sigma_B^2$	$X_B X_C \sigma_{BC}$ $= X_B X_C \rho_{BC} \sigma_B \sigma_C$	$X_B X_D \sigma_{BD}$ $= X_B X_D \rho_{BD} \sigma_B \sigma_D$	$X_B X_E \sigma_{BE}$ $= X_B X_E \rho_{BE} \sigma_B \sigma_E$
C	$X_A X_C \sigma_{AC}$ $= X_A X_C \rho_{AC} \sigma_A \sigma_C$	$X_B X_C \sigma_{BC}$ $= X_B X_C \rho_{BC} \sigma_B \sigma_C$	$X_C^2 \sigma_C^2$	$X_C X_D \sigma_{CD}$ $= X_C X_D \rho_{CD} \sigma_C \sigma_D$	$X_C X_E \sigma_{CE}$ $= X_C X_E \rho_{CE} \sigma_C \sigma_E$
D	$X_A X_D \sigma_{AD}$ $= X_A X_D \rho_{AD} \sigma_A \sigma_D$	$X_B X_D \sigma_{BD}$ $= X_B X_D \rho_{BD} \sigma_B \sigma_D$	$X_C X_D \sigma_{CD}$ $= X_C X_D \rho_{CD} \sigma_C \sigma_D$	$X_D^2 \sigma_D^2$	$X_D X_E \sigma_{DE}$ $= X_D X_E \rho_{DE} \sigma_D \sigma_E$
E	$X_A X_E \sigma_{AE}$ $= X_A X_E \rho_{AE} \sigma_A \sigma_E$	$X_B X_E \sigma_{BE}$ $= X_B X_E \rho_{BE} \sigma_B \sigma_E$	$X_C X_E \sigma_{CE}$ $= X_C X_E \rho_{CE} \sigma_C \sigma_E$	$X_D X_E \sigma_{DE}$ $= X_D X_E \rho_{DE} \sigma_D \sigma_E$	$X_E^2 \sigma_E^2$

(17)

A soma dos quadrantes desta matriz corroboram com a concepção da Fórmula 16, a qual calcula a variância de uma carteira. Assim, a partir desta variância se obtém o risco de um portfólio. Tendo em vista as reflexões de Bodie, Kane e Marcus (2010), com risco e retornos auferidos, o investidor pode escolher dentro da curva de eficiência a carteira que melhor representa seus interesses, bem como pôde ser feito para formações menos abrangentes.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O objetivo geral deste estudo consiste em averiguar, tomando como ênfase formação de carteiras de risco mínimo, se as corretoras que sugerem ações para composição da Carteira Valor, em termos de desempenho, se distinguem umas das outras. Para alcançá-lo alguns procedimentos metodológicos são necessários, como a definição das características e critérios, coleta e tratamento dos dados.

A atual pesquisa quanto ao procedimento configura-se como documental e bibliográfica. Bibliográfica, pois, com base em Sá-Silva, Almeida e Guindani (2009), esta se caracteriza por fazer referência para contribuição de autores para com o tema, sendo assim uma fonte secundária. E documental por terem sido utilizados métodos e técnicas para apreensão, compreensão e análise de documentos de fonte primária (SÁ-SILVA; ALMEIDA; GUINDANI, 2009) em virtude de a coleta de dados ter sido realizada em uma plataforma de dados específicos, o *site* ComDinheiro, ou seja, uma fonte primária.

Quanto à abordagem, caracteriza-se por ser quanti-qualitativa. Quantitativa, pois foram aplicados procedimentos estatísticos para o tratamento e análise dos dados para obtenção da resposta as hipóteses levantadas (SOUSA; DRIESSNACK; MENDES, 2007). Qualitativa, uma vez que as interpretações basearam-se nos dados segundo as perspectivas do autor (GODOY, 1995).

Em relação aos fins a pesquisa encontra-se como exploratória. Esta caracterização é feita devido a especificação do objeto de estudo quando a teoria aplicada não terem sido abordados em conjunto trabalhos científicos anteriores, ou seja, “há pouco conhecimento sobre a temática a ser abordada” (RAUPP; BEUREN, 2003, p.80)

Dentro das corretoras de valores que operam na BM&FBovespa, foram escolhidas para protagonizarem esta pesquisa as contribuintes da Carteira Valor, do Jornal Valor Econômico. Esta delimitação foi embasada pelo prestígio do periódico e pelo seu foco em questões financeiras, econômicas e políticas.

Mensalmente uma média de 12 sociedades corretoras realizam recomendações para a Carteira Valor, contudo nos últimos dois anos, 2015 e 2016, um total de 9 corretoras contribuíram sem interrupção: Ativa CTV, BB Investimentos, Bradesco Corretora, Citi

Corretora, Geração Futuro, Planner Corretora, Rico Corretora, Santander Corretora e XP Investimentos.

Dentro de cada uma destas 9 corretoras, escolhidas para a análise, foi possível mapear apenas 20 carteiras sugeridas. Esta limitação foi ocasionada pelo período compreendido de Agosto a Novembro/2015 a Carteira Valor ter sido publicada em uma versão reduzida. Outro período em que ocorreu esta limitação foi Maio/2016, mas as ações aconselhadas foram identificadas a partir das carteiras de Abril e Junho/2016.

Com as carteiras de ações indicadas pelas corretoras ao Jornal Valor Econômico catalogadas, foi feita a listagem de todos os ativos sugeridos, um total de 69. A partir dessa lista foi realizada a coleta dos retornos históricos das ações no *site* comdinheiro.com.br.

Estes retornos históricos extraídos compreenderam o período de 31/12/2011 à 29/12/2016, levando em consideração apenas o último dia útil de cada mês. Esta escolha se deu pela análise ser feita em cima dos anos de 2015 e 2016 e ser necessária, para o tratamento dos dados, a coleta dos 37 meses anteriores a Jan/2015, que no caso foi 31/12/2011.

Nesta coleta houve outra limitação quando a disponibilidade dos retornos históricos de 14 ações, pois no ComDinheiro gerou-se uma parte de tabelas com dados incompletos. Assim, as carteiras onde ativos com esta condição estavam presentes, calculou-se o risco mínimo da carteira apenas com as ações com dados completos.

Com a conclusão da coleta dos dados, chega-se a etapa de tratamento, buscando extrair informações para satisfazer os objetivos específicos desta pesquisa.

Em primeira instância com retornos históricos dos 37 meses anteriores a ao período de cada carteira, calculou-se o retorno discreto dos últimos 36 meses, base para próxima etapa do tratamento dos dados. O cálculo do retorno discreto mensal pode ser visto na Figura 3.

Figura 3 - cálculo retorno discreto mensal.

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J
1										
2										
3										
4										
5										
6										
7										
8										
9										
10										
11										
12										
13										
14										

Período	Retorno Histórico Mensal	Retorno Discreto Mensal
31/01/2017	31,11	=SE(CONT.NÚM(C3:C4)<2;"";ARRED((C3/C4-1)*100;4))
29/12/2016	28,09	-1,14
30/11/2016	28,41	-2,32
31/10/2016	29,09	28,46
30/09/2016	22,64	-1,22
31/08/2016	22,92	10,96
29/07/2016	20,66	22,53
30/06/2016	16,86	5,18
31/05/2016	16,03	-24,92
29/04/2016	21,35	11,84
31/03/2016	19,09	47,55
29/02/2016	17,94	-7,24

Fonte: Elaboração do autor conforme dados da pesquisa.

Com as ações em mãos e os retornos discretos mensais dos últimos 36 períodos calculados, foi adaptado o modelo apresentado por Moore e Weatherford (2005) de otimização não linear para encontrar as proporções das ações na formação de carteiras. Neste trabalho, o ajuste realizado objetivou compor carteiras de risco mínimo. Sendo assim, chegou-se a seguinte configuração:

$$\text{Min } \sigma(x) = \sum_{i=1}^n X_i^2 \sigma_i^2 + 2 \sum_{i=1}^{n-1} \sum_{j=i+1}^n X_i X_j \sigma_{ij}$$

$$x_i, \dots, x_n \geq 0,01$$

$$\sum_{i,j}^n X_{i,j} = 1$$

No modelo estabelecido a equação formada busca a minimização dos riscos em uma carteira, onde X_i indica as proporções dos ativos e σ_i os retornos discretos obtidos por estes. Como restrições foi colocado que as ações, i, \dots, n , devem assumir valores maiores ou iguais a 0,01, e que a somatória, \sum , das participações destes ativos em um portfólio deve ser igual 1.

Após o estabelecimento da equação objetivo e das restrições, foi possível construir o modelo de tabela que serviu para construção dos passos a seguir.

Com as ações e seus respectivos retornos discretos mensais dos últimos 36 períodos calculados, foi possível obter a matriz de covariância dos ativos pertencentes à carteira, com base na função COVARIANÇA.P do EXCEL, Figura 4.

Figura 4 - cálculo da matriz de covariância dos ativos.

	A	B	C	D	E	F	G	H	I		
2											
3					ATIVA CVT						
4					RETORNO DISCRETO MENSAL - FEVEREIRO 2015						
5					Nº	Data	BRFS3	CIEL3	ITUB4	LAME4	SUZB5
6					1	30/01/2015	2,34	-4,01	-4,87	-9,71	-3,38
7					2	30/12/2014	-4,46	-5,19	-10,33	1,89	3,40
8					3	28/11/2014	2,96	8,01	5,08	15,73	4,02
9					4	31/10/2014	10,73	1,73	8,55	5,26	6,30
10					5	30/09/2014	-2,77	-4,67	-16,05	-12,14	10,44
11					6	29/08/2014	7,93	1,11	16,12	9,62	1,25
12					7	31/07/2014	4,75	-8,79	9,84	2,48	4,89
13					8	30/06/2014	10,77	13,66	0,81	6,09	3,97
14					9	30/05/2014	-4,53	1,34	-5,12	-1,64	12,80
15					10	30/04/2014	11,48	9,25	8,60	0,96	-13,25
16					11	31/03/2014	5,55	13,87	8,60	16,23	-5,63
17					12	28/02/2014	-0,74	-1,15	4,96	-1,56	-6,72
18					13	31/01/2014	-11,45	-2,15	-3,37	-6,46	3,03
19					14	30/12/2013	-3,64	-3,10	-4,22	-1,07	8,71
20					15	29/11/2013	-2,83	-0,37	-4,70	-4,10	-6,39
21					16	31/10/2013	-2,59	13,45	10,03	1,84	3,77
22					17	30/09/2013	-2,17	2,62	8,54	7,86	-6,91
23					18	30/08/2013	13,58	3,86	0,54	-4,97	20,82
24					19	31/07/2013	1,17	0,43	1,34	1,73	-5,70
25					20	28/06/2013	-2,94	1,82	-11,16	-9,33	6,59
26					21	31/05/2013	0,85	3,62	5,99	-2,10	7,58
27					22	30/04/2013	11,11	7,00	-6,49	1,26	-5,94
28					23	28/03/2013	3,84	0,17	3,79	-3,30	16,54
29					24	28/02/2013	-1,81	5,52	2,14	1,63	-8,90
30					25	31/01/2013	4,17	-1,18	2,92	-2,99	3,99
31					26	28/12/2012	8,74	2,41	4,89	-2,50	10,55
32					27	30/11/2012	5,01	10,75	8,27	10,59	20,27
33					28	31/10/2012	5,54	-0,67	-2,86	7,12	-0,94
34					29	28/09/2012	7,36	-15,70	-3,46	8,82	18,44
35					30	31/08/2012	11,15	0,45	-1,48	0,34	10,57
36					31	31/07/2012	-3,46	1,12	14,84	9,89	2,52
37					32	29/06/2012	-2,82	8,40	-3,40	9,05	-20,92
38					33	31/05/2012	-9,93	-4,72	-2,28	-13,32	-30,28
39					34	30/04/2012	-3,19	10,91	-14,08	4,19	-7,81
40					35	30/03/2012	0,28	0,80	-3,96	-5,65	-4,99
41					36	29/02/2012	3,76	17,96	4,82	8,35	11,08
42											
43											
44											
45											
46											
47											
48											
49											
50											
51											
52											
53											

MATRIZ COVARIÂNCIA					
	BRFS3	CIEL3	ITUB4	LAME4	SUZB5
BRFS3	=COVARIÂÇÃO.P(\$D\$6:\$D\$41;E6:E41)				23,4676
CIEL3	8,41609	46,6582	13,424	20,8671	-7,35483
ITUB4	15,4859	13,424	57,1822	27,9177	4,84339
LAME4	14,122	20,8671	27,9177	51,32	5,53516
SUZB5	23,4676	-7,35483	4,84339	5,53516	117,637

Fonte: Elaboração do autor conforme dados da pesquisa.

Na “MATRIZ COVARIÂNCIA”, presente na Figura 4, é possível obter a covariância das ações com elas mesmas e umas com as outras. Ou seja, a ação BRFS3 têm obtida sua

interação com si mesma, BRFS3, e com as demais presentes na carteira, CIEL3, ITUB4, LAME4 e SUZB5. As demais ações contidas seguem a mesma lógica.

O próximo passo é o preenchimento da célula objetivo, onde se encontra o resultado do risco mínimo da equação. Para tanto insere-se a fórmula do desvio padrão, que no EXCEL resultaria da interação das matrizes de covariância e proporção das ações pelo auxílio das funções SOMARPRODUTO e RAIZ existentes no EXCEL, como aponta a Figura 5.

Figura 5 - preenchimento da célula objetivo.

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J
44										
45										
46					MATRIZ COVARIÂNCIA					
47					BRFS3	CIEL3	ITUB4	LAME4	SUZB5	
48				BRFS3	37,8349	8,41609	15,4859	14,122	23,4676	
49				CIEL3	8,41609	46,6582	13,424	20,8671	-7,35483	
50				ITUB4	15,4859	13,424	57,1822	27,9177	4,84339	
51				LAME4	14,122	20,8671	27,9177	51,32	5,53516	
52				SUZB5	23,4676	-7,35483	4,84339	5,53516	117,637	
53										
54										
55					MATRIZ PROPORÇÃO - CARTEIRA DE RISCO MÍNIMO					
56				BRFS3	CIEL3	ITUB4	LAME4	SUZB5	TOTAL	
57									0%	
58										
59										
60										
61					RISCO DA CARTEIRA (MÍNIMO)					
62					=RAIZ(SOMARPRODUTO(MATRIZ.MULT(C57:G57;D48:H52);C57:G57))					
63										
64										

Fonte: Elaboração do autor conforme dados da pesquisa.

No passo anterior os valores na matriz de proporção das ações ainda não constam, isso acontece devido estes resultados serem gerados pelo Solver, ao mesmo passo que se obtém o risco mínimo da carteira.

Outro etapa primordial, antes da execução do Solver, é configurar a última célula da Matriz de Proporção, intitulada de “TOTAL” para somar as proporções dos ativos da carteira, Figura 6.

Figura 6 - soma das proporções.

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	
44											
45											
46			MATRIZ COVARIÂNCIA								
47			BRFS3	CIEL3	ITUB4	LAME4	SUZB5				
48		BRFS3	37,8349	8,41609	15,4859	14,122	23,4676				
49		CIEL3	8,41609	46,6582	13,424	20,8671	-7,35483				
50		ITUB4	15,4859	13,424	57,1822	27,9177	4,84339				
51		LAME4	14,122	20,8671	27,9177	51,32	5,53516				
52		SUZB5	23,4676	-7,35483	4,84339	5,53516	117,637				
53											
54											
55		MATRIZ PROPORÇÃO - CARTEIRA DE RISCO MÍNIMO									
56		BRFS3	CIEL3	ITUB4	LAME4	SUZB5	TOTAL				
57								=SOMA(C57:G57)			
58											
59											
60		RISCO DA CARTEIRA (MÍNIMO)									
61											
62											
63											
64											

Fonte: Elaboração do autor conforme dados da pesquisa.

Com mais esta célula preenchida é possível utilizar a ferramenta Solver, Figura 7. Para a efetividade do mecanismo é vital o preenchimento e seleção adequada dos parâmetros. Primeiro seleciona-se a celular objetivo para satisfazer o parâmetro “Definir Objetivo”. Em seguida se arbitrária a respeito do resultado a ser auferido, maximização, minimização ou valor específico, como o estudo visa analisar sob a ótica da minimização do risco, a opção selecionada é “Mín.”.

Logo após, o Solver necessita que restrições sejam inseridas, as quais duas foram impostas de acordo com o modelo de otimização não linear estabelecido. A primeira diz respeito a proporção das ações, que devem assumir valores maiores ou iguais a 0,01, isto é, cada ativo não deve assumir proporção inferior a 1% na carteira calculada. A segunda restrição determina que a soma das proporções das ações deve ser igual a 1, melhor dizendo, a 100%.

Figura 7 - parâmetros do solver.

The image shows an Excel spreadsheet with the following data tables and a Solver Parameters dialog box.

MATRIZ COVARIÂNCIA

	BRFS3	CIEL3	ITUB4	LAME4	SUZB5
BRFS3	37,8349	8,41609	15,4859	14,122	23,4676
CIEL3	8,41609	46,6582	13,424	20,8671	-7,35483
ITUB4	15,4859	13,424	57,1822	27,9177	4,84339
LAME4	14,122	20,8671	27,9177	51,32	5,53516
SUZB5	23,4676	-7,35483	4,84339	5,53516	117,637

MATRIZ PROPORÇÃO - CARTEIRA DE RISCO MÍNIMO

	BRFS3	CIEL3	ITUB4	LAME4	SUZB5	TOTAL
						0%

RISCO DA CARTEIRA (MÍNIMO)

#VALOR!

Retorno

	BRFS3	CIEL3	ITUB4	LAME4	SUZB5	Carteira
	0,08	11,78	13,74	7,33	10,95	0

Proporção

	BRFS3	CIEL3	ITUB4	LAME4	SUZB5	Carteira
	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Parâmetros do Solver

Definir Objetivo: \$E\$62

Para: Máx. MÍN. Valor de: 0

Alterando Células Variáveis: \$C\$57:\$G\$57

Sujeito às Restrições:

\$C\$57:\$G\$57 >= 0,01
\$H\$57 = 1

Tornar Variáveis Irrestritas Não Negativas

Selecionar um Método de Solução: GRG Não Linear

Método de Solução
Selecione o mecanismo GRG Não Linear para Problemas do Solver suaves e não lineares. Selecione o mecanismo LP Simplex para Problemas do Solver lineares. Selecione o mecanismo Evolutionary para problemas do Solver não suaves.

Ajuda Resolva Fechar

Fonte: Elaboração do autor conforme dados da pesquisa.

Ao resolver o problema são atingidos os valores das proporções de cada ação na carteira e o risco mínimo desta, Figura 8.

Figura 8 - resultado do solver.

The image shows the results of the Solver in the Excel spreadsheet.

MATRIZ PROPORÇÃO - CARTEIRA DE RISCO MÍNIMO

	BRFS3	CIEL3	ITUB4	LAME4	SUZB5	TOTAL
	30,34%	32,64%	14,83%	9,55%	12,64%	100%

RISCO DA CARTEIRA (MÍNIMO)

4,5648

Retorno

	BRFS3	CIEL3	ITUB4	LAME4	SUZB5	Carteira
	0,08	11,78	13,74	7,33	10,95	7,989277

Proporção

	BRFS3	CIEL3	ITUB4	LAME4	SUZB5	Carteira
	30,34%	32,64%	14,83%	9,55%	12,64%	100,00%

Fonte: Elaboração do autor conforme dados da pesquisa.

Além dos resultados já obtidos, como se vê na Figura 8, também se obteve o retorno ponderado da carteira, colhido a partir da proporção dos ativos e dos retornos discretos

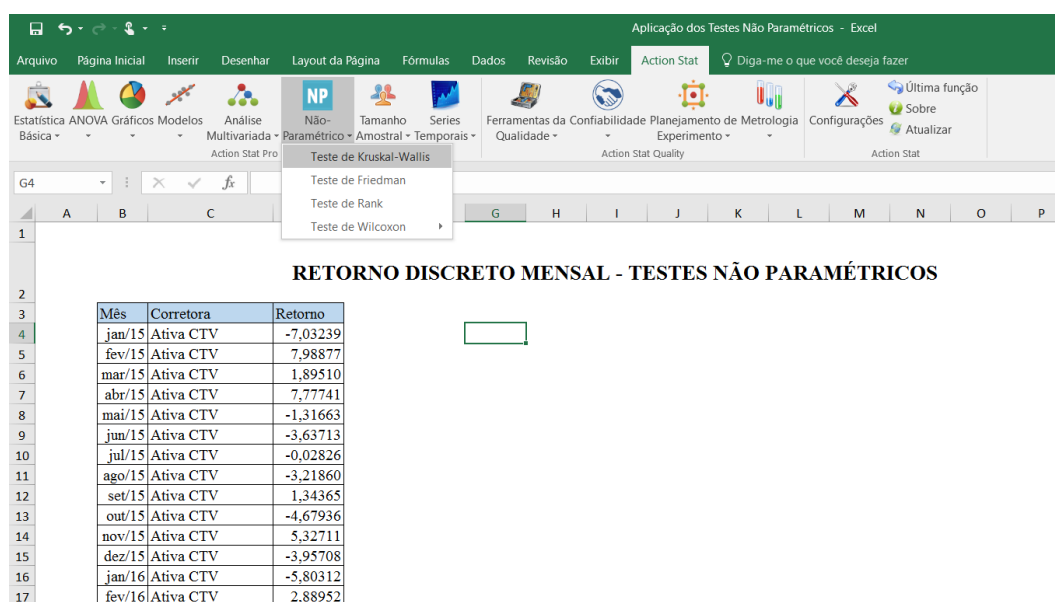
mensais dos ativos do mês em questão no exemplo, neste caso fevereiro de 2015 pontuado na Figura 5.

Com os riscos mínimos e os retornos discretos mensais calculados, foi possível listá-los para a próxima etapa do tratamento dos dados, análise estatística.

Para a análise estatística foram utilizados procedimentos estatísticos descritivos e inferenciais. Por meio dos diagramas de caixa, na forma de Box and Whiskers, construídos no programa Microsoft Excel 2016, foi possível realizar a análise descritiva dos dados. Esta análise englobou a avaliação da simetria e dispersão dos dados, e a existência ou não de *outliers*, conhecidos como valores discrepantes, para os retornos e riscos mínimos das corretoras de valores.

E na análise inferencial foram realizados dois testes não paramétricos, Kruskal-Wallis e Bonferroni-Dunn, ambos executados com o Software Action por meio do programa Microsoft Excel 2016, também, como visto na figura 9.

Figura 9 - introdução dos testes de Kruskal-Wallis e Bonferroni-Dunn.



Application: Aplicação dos Testes Não Paramétricos - Excel

Menu: Action Stat > Teste de Kruskal-Wallis

Table: RETORNO DISCRETO MENSAL - TESTES NÃO PARAMÉTRICOS

Mês	Corretora	Retorno
jan/15	Ativa CTV	-7,03239
fev/15	Ativa CTV	7,98877
mar/15	Ativa CTV	1,89510
abr/15	Ativa CTV	7,77741
mai/15	Ativa CTV	-1,31663
jun/15	Ativa CTV	-3,63713
jul/15	Ativa CTV	-0,02826
ago/15	Ativa CTV	-3,21860
set/15	Ativa CTV	1,34365
out/15	Ativa CTV	-4,67936
nov/15	Ativa CTV	5,32711
dez/15	Ativa CTV	-3,95708
jan/16	Ativa CTV	-5,80312
fev/16	Ativa CTV	2,88952

Fonte: Elaboração do autor conforme dados da pesquisa.

O teste de Kruskal-Wallis, KW, extensão do teste de Wilcoxon-Mann-Whitney, é utilizado em amostras com 3 ou mais populações (PORTAL ACTION). Ainda com base no Portal Action o teste KW “é usado para testar a hipótese nula de que todas as populações possuem funções de distribuição iguais contra a hipótese alternativa de que ao menos duas das populações possuem funções de distribuição diferentes”. Na pesquisa, o teste foi aplicado

duas vezes, segundo um nível de significância de 0,05, apresentando as seguintes hipóteses para:

I. Retorno das Carteiras

H_0 : Todas as corretoras de valores apresentaram desempenhos semelhantes no que se refere ao retorno das carteiras de risco mínimo.

H_1 : Pelo menos duas corretoras apresentaram desempenhos diferentes no que se refere ao retorno das carteiras de risco mínimo.

II. Risco Mínimo das Carteiras

H_0 : Todas as corretoras de valores apresentaram desempenhos semelhantes no que se refere ao risco das carteiras de risco mínimo.

H_1 : Pelo menos duas corretoras apresentaram desempenhos diferentes no que se refere ao risco das carteiras de risco mínimo.

Com a aplicação deste teste foi verificado, entre as corretoras de valores analisadas no estudo, se havia alguma ou um grupo que se destacava positivamente, por apresentar desempenho melhor em relação as demais, ou negativamente, por ter performance aquém das outras.

Figura 10 - aplicação dos testes de Kruskal-Wallis e Bonferroni-Dunn.

The screenshot shows an Excel spreadsheet with the following data table:

Mês	Corretoras	Retornos
jan/15	Ativa CTV	-7,03239
fev/15	Ativa CTV	7,98877
mar/15	Ativa CTV	1,89510
abr/15	Ativa CTV	7,77741
mai/15	Ativa CTV	-1,31663
jun/15	Ativa CTV	-3,63713
jul/15	Ativa CTV	-0,02826
ago/15	Ativa CTV	-3,21860
set/15	Ativa CTV	1,34365
out/15	Ativa CTV	-4,67936
nov/15	Ativa CTV	5,32711
dez/15	Ativa CTV	-3,95708
jan/16	Ativa CTV	-5,80312
fev/16	Ativa CTV	2,88952
mar/16	Ativa CTV	-6,64745
abr/16	Ativa CTV	4,14683
mai/16	Ativa CTV	2,51315
jun/16	Ativa CTV	7,08261
jul/16	Ativa CTV	11,95259

The 'Teste de Kruskal-Wallis' dialog box is open, showing the following configuration:

- Dados de Entrada:** Retorno!\$C\$3:\$D\$183
- Colunas com nome
- Variável Resposta: Retornos
- Grupos: Corretoras
- Comparações Múltiplas:**
 - Seleção da Comparação
 - FWE: 0,05
 - Método: Bonferroni
- Mostrar Resultados:**
 - Célula Atual
 - Nova Planilha

Fonte: Elaboração do autor conforme dados da pesquisa.

O segundo teste aplicado, Bonferroni-Dunn, foi executado em simultâneo com o primeiro como evidencia a Figura 72, e refere-se à aplicação de um teste t para cada par de médias encontrados, no qual a pesquisa adotou um nível de significância de 0,05. Como resultado, o teste apresentou comparações em pares de todas as corretoras, permitindo indicar a melhor forma de agrupar as corretoras.

Enquanto o teste de Kruskal-Wallis permitiu a realização de uma análise estatística inferencial, os resultados obtidos com Bonferroni-Dunn serviram de base para um estudo qualitativo das informações. Estas percepções e outras, estão presentes na próxima seção da pesquisa.

4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

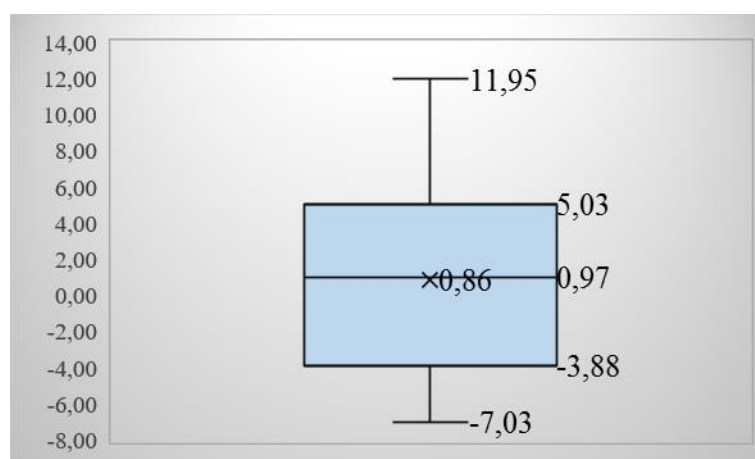
Com base na aplicação da estatística, tanto descritiva quanto inferencial, foi possível construir os resultados da pesquisa. Estes estão divididos em quatro subseções. As duas primeiras descrevem o comportamento das corretoras de valores quanto seus riscos e retornos das carteiras calculados a partir da construção de Box and Whiskers. Os outros dois pontos abordaram a aplicação dos testes estatísticos não paramétricos de Kruskal-Wallis e Bonferroni-Dunn, que possibilitaram a comparação entre as corretoras.

4.1. Análise descritiva dos desempenhos das corretoras com base nos retornos das carteiras de risco mínimo

4.1.1. Ativa CTV

Na análise estatística descritiva das corretoras foram utilizados os diagramas de caixa Box and Whisker. No caso da Ativa CTV, Figura 11, os retornos das carteiras obtiveram uma amplitude de 18,98, com limites superior e inferior de 11,95 e -7,03, respectivamente. O primeiro quartil, que agrupa os 25% primeiros dados da amostra, alcançou valor de -3,88. Já o segundo quartil, também conhecido por mediana, divide a amostra dos retornos ao meio, apresentou o valor de 0,97. O terceiro quartil, que condensa abaixo 75% dos retornos, obteve o valor de 5,03. A média dos retornos da Ativa CTV foi de 0,86, estando um pouco abaixo da mediana. A corretora apresenta retornos simétricos, pois não foram pontuados valores a direita ou esquerda dos limites.

Figura 11 - retornos das carteiras Ativa CTV – Box and Whisker.

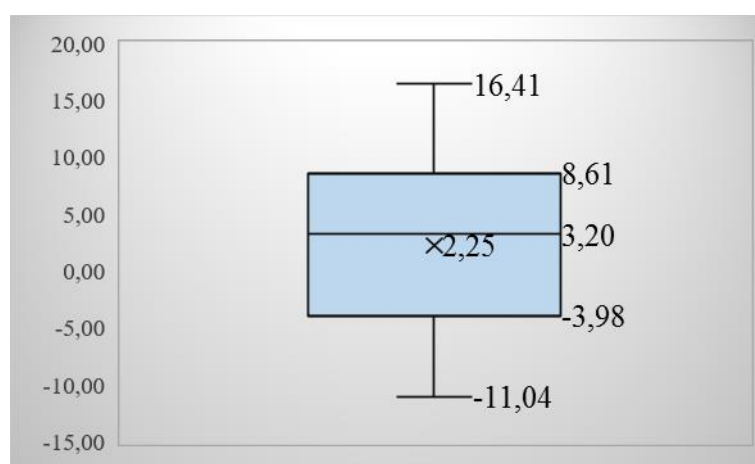


Fonte: Elaboração do autor conforme dados da pesquisa.

4.1.2. BB Investimentos

A corretora BB Investimentos, Figura 12, apresentou como limite inferior -11,04 e superior 16,41, sendo a amplitude total dos dados 27,44. O primeiro quartil, que delimita os primeiros 25% da amostra, apresentou o valor de -3,98, o segundo quartil ou mediana 3,20, e o terceiro quartil, que demarca 75% dos retornos, apresentou o valor de 8,61. Desta forma a amplitude interquartílica, que detém 50% dos valores da amostra entre o primeiro e terceiro quartil, foi de 12,59. A média alcançada por esta corretora foi de 2,25, encontrando-se a esquerda da mediana, mas próxima. Como não foram apresentados valores discrepantes, também conhecidos como *outliers*, a amostra é simétrica.

Figura 12 - retornos das carteiras BB Investimento – Box and Whisker.

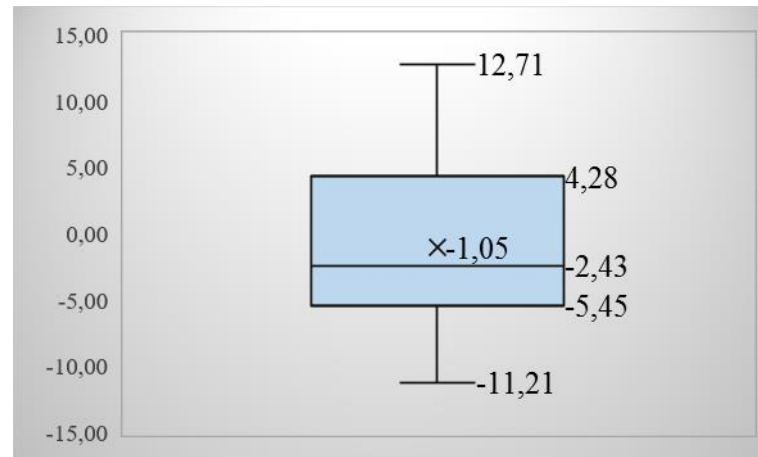


Fonte: Elaboração do autor conforme dados da pesquisa.

4.1.3. Bradesco Corretora

A terceira corretora a indicar ações para o Jornal Valor Econômico, foi a Bradesco Corretora, Pereira et al, 2007, onde os retornos das carteiras sugeridas por esta, no período analisado, estiveram entre -11,21 e 12,71, limite inferior e superior nesta ordem. Assim a amplitude dos resultados foi de 23,92. A mediana, que divide a amostra no meio, foi de 2,43 e a média, um pouco acima, teve o valor de -1,05. O primeiro quartil e terceiro quartil limitaram 50%, dos 25% aos 75%, dos valores das amostras, sendo seus valores estabelecidos em -5,45 e 5,28, respectivamente. Considerando estes últimos valores, a amplitude interquartílica foi de 10,73. Como a amostra não apresentou *outliers*, valores a direita ou esquerda dos limites, os retornos da Bradesco Corretora são simétricos estaticamente.

Figura 13 - retorno das carteiras da Bradesco Corretora - Box and Whisker.

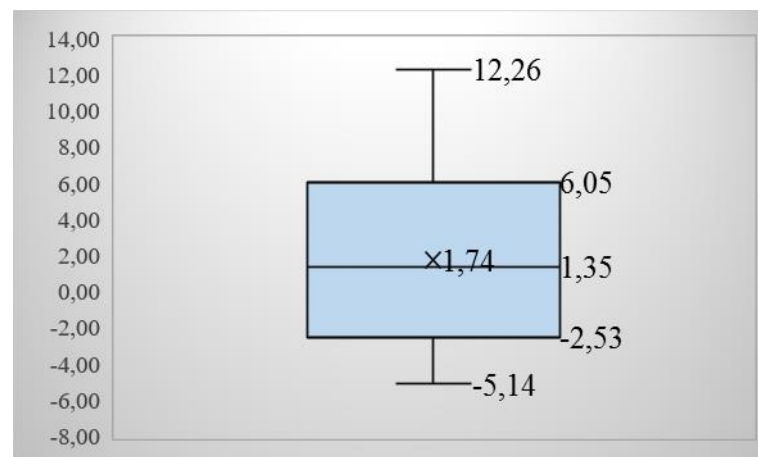


Fonte: Elaboração do autor conforme dados da pesquisa.

4.1.4. Citi Corretora

A Citi Corretora, Figura 14, apresentou uma amplitude de 17,40 para o retorno de suas carteiras, os quais variaram entre -5,14, limite inferior, e 12,26, limite superior. Como média foi auferido o valor de 1,74 estando acima da mediana, ou segundo quartil. Esta teve como importância 1,35, segregando os valores dos retornos em 50% a direita e 50% a esquerda. Em relação ao primeiro e terceiro quartil, que agrupam $\frac{1}{2}$ das amostras, obteve-se -2,53 e 6,05, na ordem, em consequência a amplitude interquartilica foi de 8,57. A corretora não apresentou valores discrepantes, desta forma seus retornos são estatisticamente simétricos.

Figura 14 - retorno das carteiras da Citi Corretora - Box and Whisker.

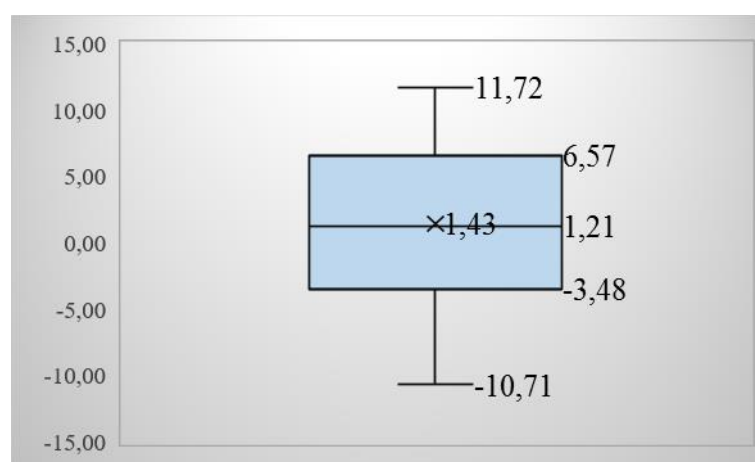


Fonte: Elaboração do autor conforme dados da pesquisa.

4.1.5. Geração Futuro

Na Figura 15 está o Box and Whisker da Geração Futuro, mais uma corretora da lista das colaboradoras do Jornal Valor Econômico, a amplitude da amostra ficou em 22,43, devido seus limites inferior e superior serem -10,71 e 11,72. O valor do primeiro quartil, que marca os $\frac{1}{4}$ da amostra, foi de -3,48 e do terceiro, que delimita $\frac{3}{4}$ dos valores em análise, alcançou o valor de 6,11. Juntos, estes quartis delimitam 50% das amostras e apresentaram uma amplitude de 10,04 entre seus valores. Para o segundo quartil ou mediana, foi auferido o valor de 1,21 segregando os dados analisados em duas metades iguais. A média ficou acima deste quartil, pois seu valor apresentado foi de 1,43. Como não foram pontuados *outliers*, os retornos da Citi Corretora são estatisticamente simétricos.

Figura 15 - retornos das carteiras da Geração Futuro – Box and Whisker.

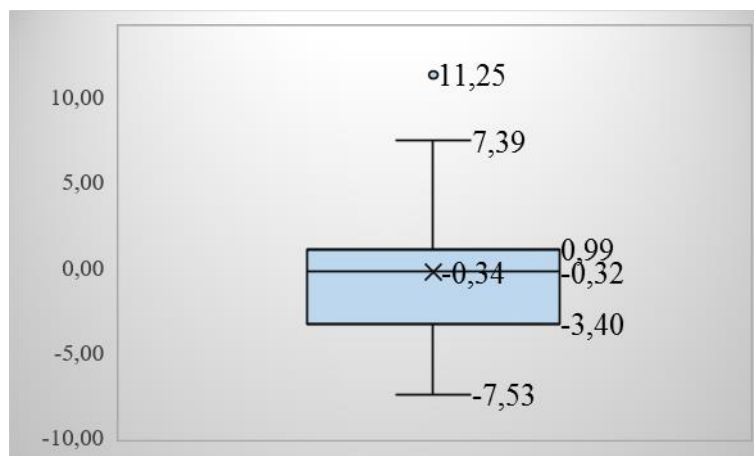


Fonte: Elaboração do autor conforme dados da pesquisa.

4.1.6. Planner Corretora

A Planner Corretora obteve uma amplitude de 18,78 para seus retornos. Seus limites foram de -7,53, inferior e 7,38, superior. A amplitude da amostra não levou em consideração o limite superior calculado, no seu lugar considerou o valor discrepante a direita de 11,24. Na amplitude interquartílica alcançou-se 4,39, uma vez que o primeiro quartil, que delimita os primeiros 25%, alcançou a marca de -3,40 e o terceiro, que contém 75% da amostra a esquerda, foi de 0,99. A mediana, presente entre esses dois quartis, dividiu a amostra no meio com o valor de -0,32. A média, bastante próxima à esquerda da mediana, obteve o valor de -0,34. Em virtude dos dados da Planner Corretora apresentarem *outliers* acima do limite superior, os retornos desta corretora se mostram assimétricos a direita.

Figura 16 - retorno das carteiras da Planner Corretora – Box and Whisker.

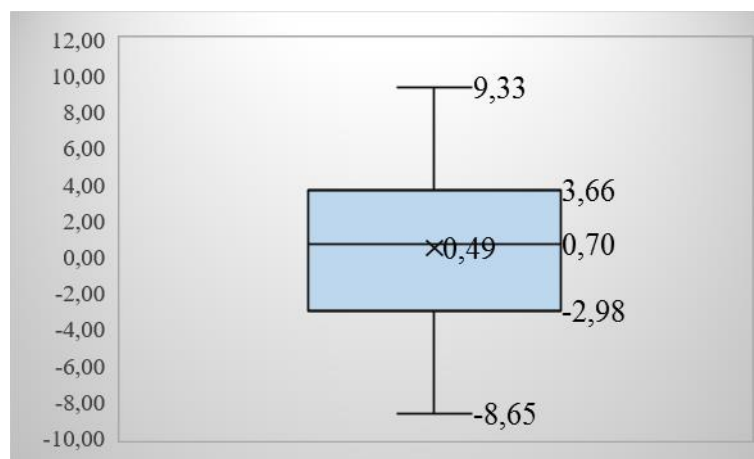


Fonte: Elaboração do autor conforme dados da pesquisa.

4.1.7. Rico Corretora

Como limites inferior e superior de -8,65 e 9,33, a Rico Corretora teve uma amplitude geral de 17,97. O primeiro quartil apresentou o valor de -2,98, demarcando os 25% da amostra, e o terceiro 3,28, limitando os primeiros 75% dos valores. A partir desses últimos dois valores obteve-se a amplitude interquartílica de 6,26, que demarca 50% dos retornos localizados entre os 25% primeiros e os 25% últimos dados da amostra. O segundo quartil, que dá o valor localizado no meio da amostra, foi de 0,70. Como média os retornos desta corretora alcançaram 0,49, estando à esquerda da mediana. Uma vez que não foram pontuados valores discrepantes, *outliers*, os retornos desta corretora se mostram estatisticamente simétricos.

Figura 17 - retorno das carteiras da Rico Corretora – Box and Whisker.

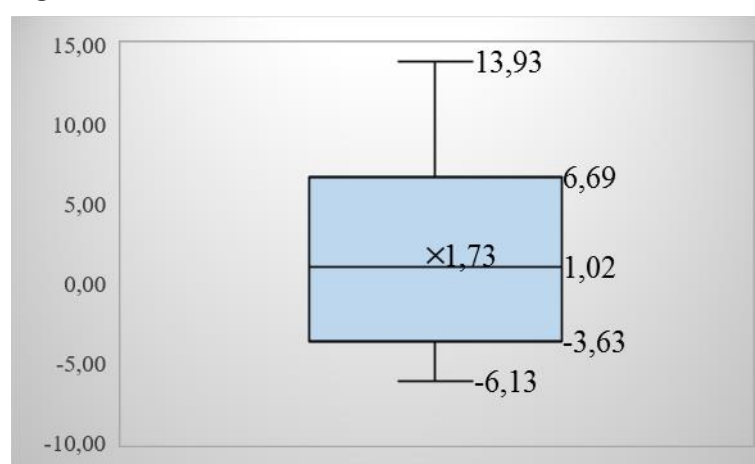


Fonte: Elaboração do autor conforme dados da pesquisa.

4.1.8. Santander Corretora

A Santander Corretora obteve uma amplitude de 20,06 entre seu limite inferior, -6,13, e superior, 13,93. O valor do primeiro quartil foi estabelecido em -3,63, significando de 25% dos retornos das carteiras estão a esquerda desse valor. O terceiro quartil, que junto com o primeiro limitam 50% dos valores amostrais, ficou em 6,69, levando a uma amplitude interquartílica de 11,36. O valor de 1,02 foi estabelecido para a mediana, delimitando que 50% dos valores da amostra estão retidos abaixo e 50% se encontram acima desse. A média encontrada foi de 1,73 localizando se à direita da mediana. Este conjunto de dados não apresentou valores discrepantes, portanto a amostra é estatisticamente simétrica.

Figura 18 - retorno das carteiras da Santander Corretora - Box and Whisker.

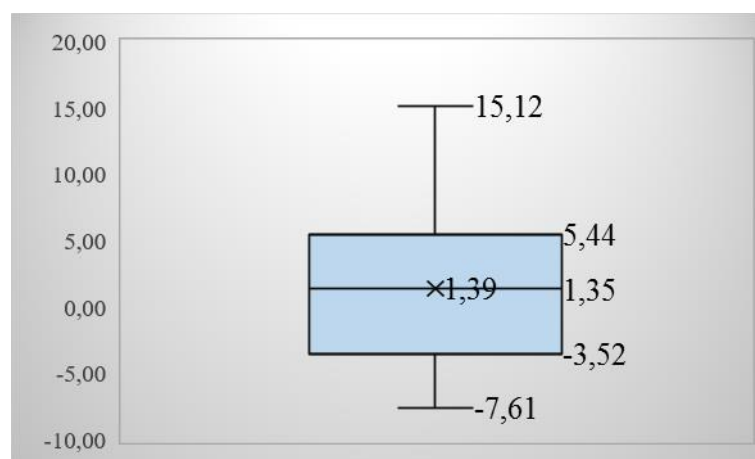


Fonte: Elaboração do autor conforme dados da pesquisa.

4.1.9. XP Corretora

A XP Corretora obteve uma amplitude de 22,73 em seus retornos, que variaram de -7,61, limite inferior e 15,12, limite superior. O primeiro quartil constituído por 25% das amostras iniciais apresenta o valor de -3,52. Em seguida, o segundo quartil com 3,00 demarca a metade dos dados da amostra. E o terceiro quartil, com 75% dos retornos está em 5,26. Juntos, o primeiro e terceiro quartis detém 50% dos resultados em torno da mediana, assumindo para a XP Corretora uma variação interquartílica de 8,78. A média destes dados foi de 1,39, estando à esquerda da mediana. Não foram apresentados *outliers* para esta amostra, em consequência os retornos da XP Corretora são simétricos estatisticamente.

Figura 19 - retorno das carteiras da XP Corretora – Box and Whisker.

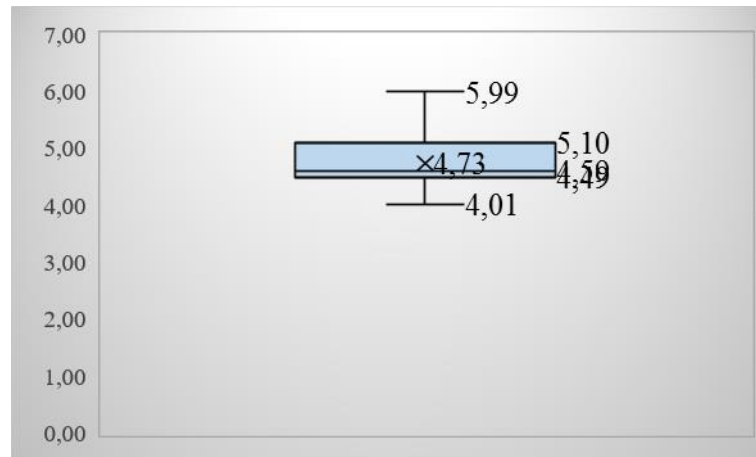


Fonte: Elaboração do autor conforme dados da pesquisa

4.2. Análise descritiva do desempenho das corretoras com base no risco das carteiras de risco mínimo

4.2.1. Ativa CTV

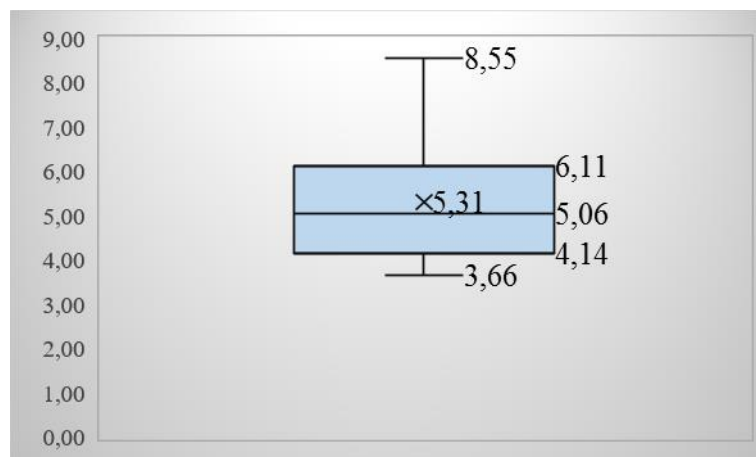
A corretora Ativa CTV teve o risco mínimo das suas carteiras oscilando entre 4,01 e 5,99, lhe dando uma amplitude máxima de 1,98. Com os 25% iniciais da amostra delimitados pelo primeiro quartil em 4,49 e o terceiro quartil, que secciona os 75% dos dados, com o valor de 5,10, a amplitude interquartílica ficou em 0,61. A mediana, localizada entre o primeiro e terceiro quartil, teve seu valor em 4,59 e a média dos riscos esteve acima da média, assumindo o valor de 4,73. Em virtude de não pontuados *outliers* a direita ou esquerda dos limites, a Ativa CTV apresenta para suas carteiras riscos mínimos simétricos.

Figura 20 - risco mínimo das carteiras da Ativa CTV - Box and Whisker.

Fonte: Elaboração do autor conforme dados da pesquisa.

4.2.2. BB Investimentos

A corretora BB investimento obteve uma amplitude de 4,89 para os riscos mínimos de suas carteiras, uma vez que oscilaram entre 3,66 e 8,55, limite inferior e superior, respectivamente. O primeiro quartil assumiu o valor de 4,14, indicando que 25% dos riscos mínimos das carteiras se localizaram abaixo deste valor. O segundo quartil que marca exatamente a metade da amostra ficou em 5,23, bastante próximo esquerda da média que teve o valor de 5,31. Por sua vez o terceiro quartil que agrupa os 75% primeiros dados, obteve o valor de 6,11. Em conjunto o primeiro e terceiro quartil agregam 50% dos valores da amostra e tiveram a amplitude de 1,97 entre seus resultados. A BB Investimentos não apresentou valores discrepantes nem acima ou abaixo dos limites, chegando a interpretação de que seus riscos mínimos são estatisticamente simétricos.

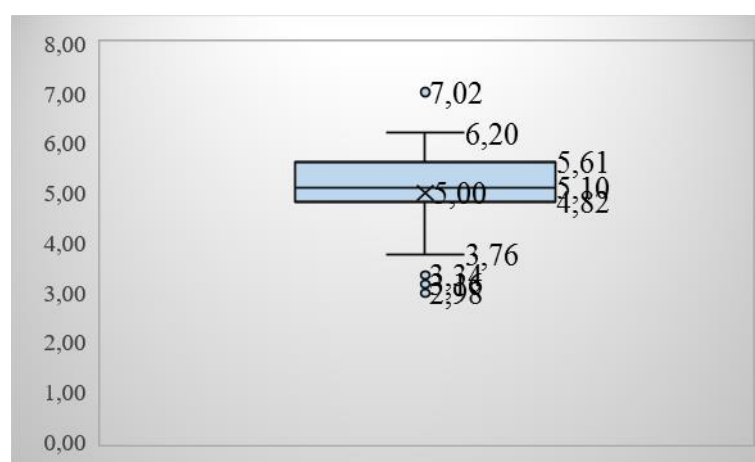
Figura 21 - risco mínimo das carteiras da BB Investimentos – Box and Whisker.

Fonte: Elaboração do autor conforme dados da pesquisa.

4.2.3. Bradesco Corretora

A Bradesco Corretora, apresentou como limites inferior e superior dos riscos mínimos de suas carteiras 3,76 e 6,20, respectivamente, com valores discrepantes de 3,34, 3,16 e 2,98, à esquerda do limite inferior, e 7,02 à direita do limite superior. No geral, a amplitude dos riscos alcançou o valor de 4,04. 50% da amostra está localizada entre o primeiro e terceiro quartil, os quais apresentaram valores de 4,82 e 5,61, respectivamente, gerando uma amplitude interquartílica de 0,79. A mediana localizada no meio destes dois quartis, foi de 5,02, estando um pouco acima da média dos riscos mínimos da Bradesco Corretora estabelecida em 5. Uma vez apresentados outliers a corretora tem seus riscos se comportando assimetricamente, neste caso a assimetria à esquerda.

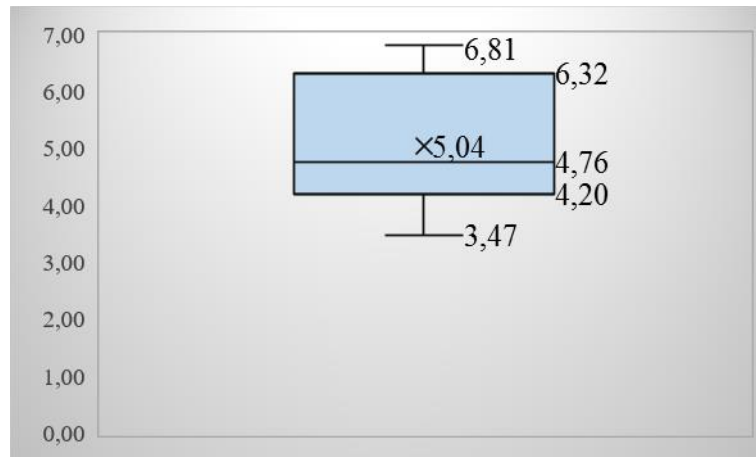
Figura 22: risco mínimo das carteiras da Bradesco Corretora - Box and Whisker.



Fonte: Elaboração do autor conforme dados da pesquisa.

4.2.4. Citi Corretora

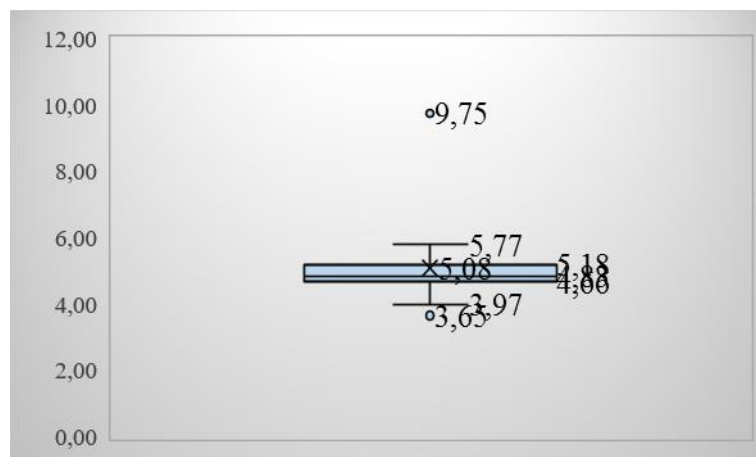
A Citi Corretora apresentou riscos variando entre 3,47 e 6,81, limite inferior e superior respectivamente, que geram uma amplitude de 3,34 nos valores das amostras. Já os limites interquartílicos, primeiro e terceiro quartil, se estabelecendo em 4,20 e 6,32, em sequência, causando uma amplitude interquartílica de 2,12. A mediana ficou em 4,85 dividindo os riscos obtidos pelas carteiras da Citi Corretora em duas partes, metade acima e metade abaixo. A média encontrada foi de 5,04, estando à direita da mediana. Em virtude de não terem sido pontuados valores discrepantes nesta amostra, os riscos da Citi Corretora se comportam simétricos estatisticamente.

Figura 23 - risco mínimo as carteiras da Citi Corretora - Box and Whisker.

Fonte: Elaboração do autor conforme dados da pesquisa.

4.2.5. Geração Futuro

A corretora Geração Futuro quanto aos limites inferior e superior, para o risco mínimo, apresentou valores de 3,97 e 5,77, respectivamente. Na amostra foram localizados valores discrepantes, acima do limite superior, 9,75, e abaixo do limite inferior, 3,65. A amplitude dos riscos mínimos de toda amostra foi de 6,10. Na amplitude interquartílica, que informa variação existente entre 50% da amostra, obteve-se o valor de 0,48, uma vez que o primeiro e terceiro quartis apresentaram valores de 4,66 e 5,14, em ordem. A média dos riscos ficou em 4,68, estando acima da mediana, 4,21, e mais próxima do terceiro quartil. Como foram localizados outliers a direita e esquerda dos limites, a amostra é assimétrica, neste caso configura-se como assimétrica à direita.

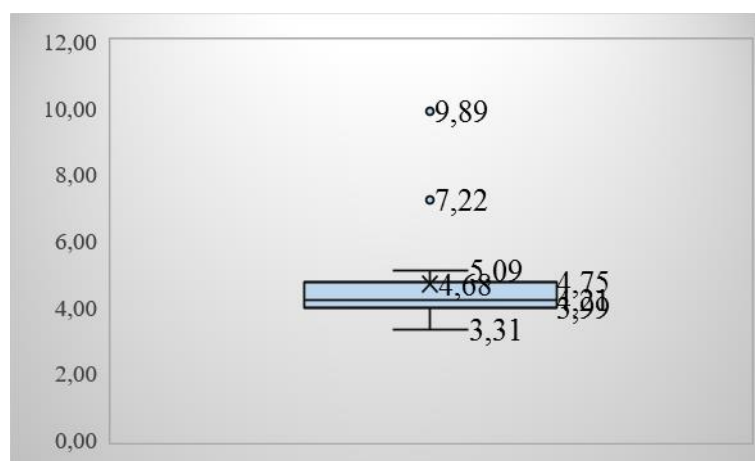
Figura 24 - risco mínimo das carteiras da Geração Futuro – Box and Whisker.

Fonte: Elaboração do autor conforme dados da pesquisa.

4.2.6. Planner Corretora

A Planner Corretora apresentou como limite inferior de 3,31 e superior de 5,09 para os riscos mínimos de suas carteiras. Foram identificados a direita do limite superior valores discrepantes de 7,22 e 9,89, com isto a amplitude da amostra foi de 6,58. O primeiro e terceiro quartil, que contém 50% dos valores da amostra, ficaram em 3,99 e 4,71, respectivamente, gerando uma amplitude interquartílica de 0,72. A mediana deste conjunto foi de 4,21, estando abaixo da média de 4,68 dos riscos mínimos da Planner. Devido a presença de outliers acima do limite superior, a amostra se caracteriza-se como assimétrica a direita.

Figura 25 - risco mínimo das carteiras da Planner Corretora - Box and Whisker.

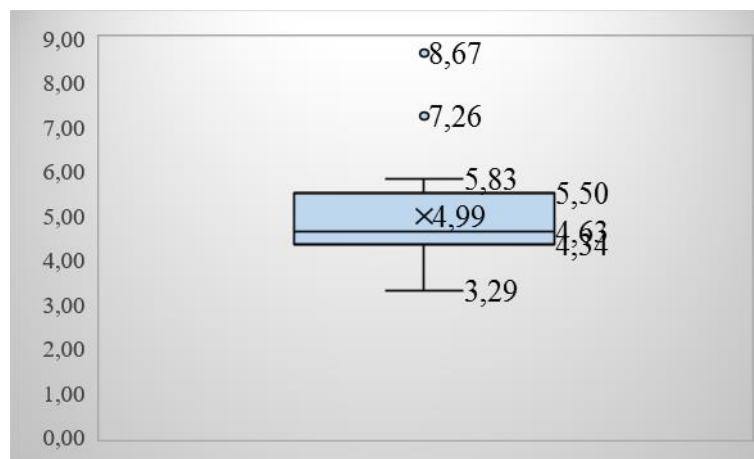


Fonte: Elaboração do autor conforme dados da pesquisa.

4.2.7. Rico Corretora

A Rico Corretora obteve como limites inferior e superior os valores de 3,29 e 8,67, respectivamente, e valores discrepantes a direita de 7,26 e 8,67 foram identificados. A amplitude da amostra ficou em 5,37. O primeiro quartil, que marca os 25% primeiros valores, ficou em 4,34, o segundo, também conhecido por mediana, dividiu ao meio a amostra em 4,60, e o terceiro quartil, detentor de 75% dos valores, se estabeleceu em 6,06. Juntos, o primeiro e terceiro quartis detém 50% dos valores, levando a uma amplitude interquartílica de 1,16. A média esteve localizada acima da mediana com o valor de 4,95. Os valores discrepantes, ou outliers, foram localizados a direita do limite, caracterizando a amostra como assimétrica a direita.

Figura 26 - risco mínimo das carteiras da Rico Corretora – Box and Whisker.

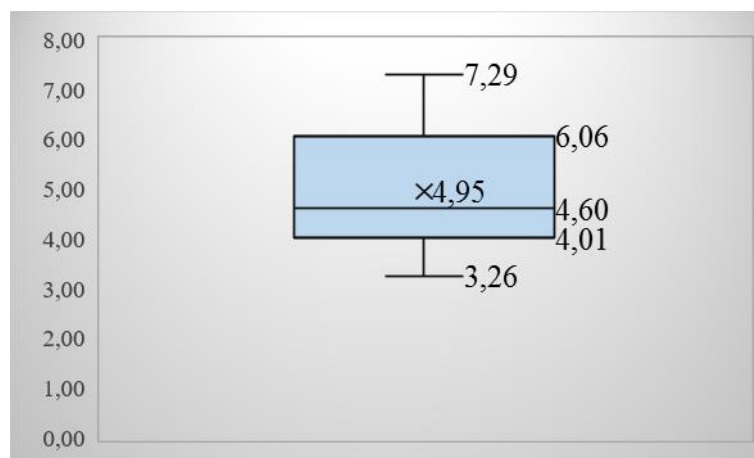


Fonte: Elaboração do autor conforme dados da pesquisa.

4.2.8. Santander Corretora

A Santander Corretora apresentou um limite inferior de 3,26 e superior de 7,29, lhe proporcionando uma amplitude de 4,04 entre os riscos mínimos das carteiras. O primeiro quartil que demarca 25% dos riscos, foi estabelecido em 4,01, e o terceiro, que detém 75% dos valores, está em 7,29, estes dois quartis possuem 50% dos valores da amostra apresentando uma amplitude entre estes de 2,05. A mediana, presente entre o primeiro e terceiro quartil, foi de 4,60, e a média, acima desta, alcançou o valor de 4,95. Uma vez que não foram percebidos valores discrepantes acima ou abaixo da amostra, esta se caracteriza como simétrica.

Figura 27 - risco mínimo das carteiras da Santander Corretora – Box and Whisker.

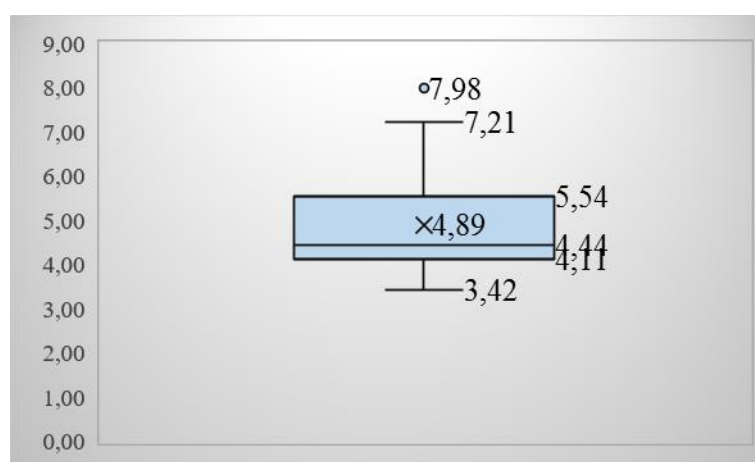


Fonte: Elaboração do autor conforme dados da pesquisa.

4.2.9. XP Corretora

A XP Corretora apresentou, para o risco mínimo de suas carteiras, a amplitude de 4,56, com limites inferior e superior de 3,42 e 7,21, respectivamente. Foi localizado um valor discrepante acima do limite superior de 7,98. Juntos o primeiro e terceiro quartil detêm o metade dos valores das carteiras, sendo os limite 4,42 e 5,54, em sequência, gerando uma amplitude interquartilica de 1,69. O segundo quartil, demarcador da metade da amostra, teve o valor de 4,45, estando abaixo da média de 4,89. Como foi pontuado um outlier acima do limite superior, os riscos mínimos da XP Correta são assimétricos a direita.

Figura 28 - risco mínimo das carteiras da XP Corretora - Box and Whisker.



Fonte: Elaboração do autor conforme dados da pesquisa.

4.3. Classificação das corretoras quanto ao retorno das carteiras de risco mínimo

Depois de realizar uma análise descritiva das corretoras com o Box and Whisker, esta e a próxima subseção dos resultados contam com a análise inferencial das corretoras realizada a partir da aplicação dos testes estatísticos não paramétricos de Kruskal-Wallis e Bonferroni-Dunn. Com a aplicação do teste de Kruskal-Wallis, foram obtidos os seguintes resultados:

Tabela 1 - resultados do teste de Kruskal-Wallis para o retorno das carteiras de risco mínimo.

<i>Teste de Kruskal-Wallis</i>	
<i>Informação</i>	<i>Valor</i>
Kruskal-Wallis qui-quadrado	4,800548217
Graus de Liberdade	8
P-valor	0,778665617

Fonte: Elaboração do autor conforme dados da pesquisa.

A estatística do teste qui-quadrado foi igual a 4,80, para um P-valor de 0,78 à um nível de 0,05 de significância. Desta forma, não se pode rejeitar a hipótese nula, H_0 , assim todas as corretoras de valores apresentam desempenho semelhante quanto o retorno de suas carteiras.

Observando a Tabela 2, na qual são expressas as comparações múltiplas entre as corretoras, nota-se que o P-valor ajustado é o mesmo para todos os pares de corretoras.

Tabela 2 - - tabela de comparações múltiplas para o retorno das carteiras de risco mínimo.

<i>Tabela de Comparações Múltiplas - FWER (Comparação Múltipla)</i>					
	<i>Diferença Observada</i>	<i>Estatística</i>	<i>Limite Inferior</i>	<i>Limite Superior</i>	<i>P-valor ajustado</i>
Ativa CTV - BB Investimentos	-10,45	0,62835671	-64,50282571	43,60282571	1
Ativa CTV - Bradesco Corretora	16,35	0,98312271	-37,70282571	70,40282571	1
Ativa CTV - Citi Corretora	-7,675	0,46149644	-61,72782571	46,37782571	1
Ativa CTV - Geração Futuro	-6,575	0,39535363	-60,62782571	47,47782571	1
Ativa CTV - Planner Corretora	10,85	0,65240865	-43,20282571	64,90282571	1
Ativa CTV - Rico Corretora	1,6	0,09620773	-52,45282571	55,65282571	1
Ativa CTV - Santander Corretora	-6,85	0,41188933	-60,90282571	47,20282571	1
Ativa CTV - XP Investimentos	-3,1	0,18640247	-57,15282571	50,95282571	1
BB Investimentos - Bradesco Corretora	26,8	1,61147942	-27,25282571	80,85282571	1
BB Investimentos - Citi Corretora	2,775	0,16686028	-51,27782571	56,82782571	1
BB Investimentos - Geração Futuro	3,875	0,23300309	-50,17782571	57,92782571	1
BB Investimentos - Planner Corretora	21,3	1,28076536	-32,75282571	75,35282571	1
BB Investimentos - Rico Corretora	12,05	0,72456444	-42,00282571	66,10282571	1
BB Investimentos - Santander Corretora	3,6	0,21646738	-50,45282571	57,65282571	1
BB Investimentos - XP Investimentos	7,35	0,44195424	-46,70282571	61,40282571	1
Bradesco Corretora - Citi Corretora	-24,025	1,44461914	-78,07782571	30,02782571	1
Bradesco Corretora - Geração Futuro	-22,925	1,37847633	-76,97782571	31,12782571	1
Bradesco Corretora - Planner Corretora	-5,5	0,33071406	-59,55282571	48,55282571	1
Bradesco Corretora - Rico Corretora	-14,75	0,88691498	-68,80282571	39,30282571	1
Bradesco Corretora - Santander Corretora	-23,2	1,39501204	-77,25282571	30,85282571	1
Bradesco Corretora - XP Investimentos	-19,45	1,16952518	-73,50282571	34,60282571	1
Citi Corretora - Geração Futuro	1,1	0,06614281	-52,95282571	55,15282571	1
Citi Corretora - Planner Corretora	18,525	1,11390508	-35,52782571	72,57782571	1
Citi Corretora - Rico Corretora	9,275	0,55770417	-44,77782571	63,32782571	1
Citi Corretora - Santander Corretora	0,825	0,04960711	-53,22782571	54,87782571	1
Citi Corretora - XP Investimentos	4,575	0,27509397	-49,47782571	58,62782571	1
Geração Futuro - Planner Corretora	17,425	1,04776227	-36,62782571	71,47782571	1
Geração Futuro - Rico Corretora	8,175	0,49156135	-45,87782571	62,22782571	1
Geração Futuro - Santander Corretora	-0,275	0,0165357	-54,32782571	53,77782571	1
Geração Futuro - XP Investimentos	3,475	0,20895116	-50,57782571	57,52782571	1
Planner Corretora - Rico Corretora	-9,25	0,55620092	-63,30282571	44,80282571	1
Planner Corretora - Santander Corretora	-17,7	1,06429798	-71,75282571	36,35282571	1
Planner Corretora - XP Investimentos	-13,95	0,83881112	-68,00282571	40,10282571	1
Rico Corretora - Santander Corretora	-8,45	0,50809706	-62,50282571	45,60282571	1
Rico Corretora - XP Investimentos	-4,7	0,2826102	-58,75282571	49,35282571	1
Santander Corretora - XP Investimentos	3,75	0,22548686	-50,30282571	57,80282571	1

Fonte: Elaboração do autor conforme dados da pesquisa.

O segundo teste, Bonferroni-Dunn, em sua aplicação nesta pesquisa buscou dar o melhor agrupamento das corretoras, neste momento, levando em consideração o retorno auferido pelas carteiras destas. Bem como no teste anterior, no qual todas as corretoras se mostraram análogas, com a aplicação de Bonferroni-Dunn as 9 corretoras melhor se agruparam em um único grupo, como visto na Tabela 3.

Tabela 3 - tabela de comparações múltiplas para o retorno das carteiras de risco mínimo.

<i>Tabela dos Agrupamentos</i>		
<i>Fatores</i>	<i>Médias (Rank)</i>	<i>Grupos</i>
BB Investimentos	100,3	a
Citi Corretora	97,525	a
Santander Corretora	96,7	a
Geração Futuro	96,425	a
XP Investimentos	92,95	a
Ativa CTV	89,85	a
Rico Corretora	88,25	a
Planner Corretora	79	a
Bradesco Corretora	73,5	a

Fonte: Elaboração do autor conforme dados da pesquisa.

Para gerar a tabela de agrupamento todos os retornos de todas as corretoras foram agrupadas em uma única amostra. A partir desta unificação foi possível ranquear os retornos e fazer a média das posições das carteiras, em relação a este retorno, por corretora. Assim, quanto mais acima a sociedade corretora estiver, maiores foram as colocações de suas carteiras em relação as outras. Portanto, mesmo sendo estatisticamente semelhantes é possível identificar a classificação das corretoras em relação ao retorno.

4.4. Classificação das corretoras quanto ao risco das carteiras de risco mínimo

Bem como usados para qualificar as corretoras em relação ao retorno das carteiras de risco mínimo, os testes de Kruskal-Wallis e Bonferroni-Dunn foram aplicados para classificar as corretoras quanto ao risco mínimo.

A partir do teste de Kruskal-Wallis, para um nível 0,05 de significância, a estatística do teste qui-quadrado foi igual a 9,67, para um P-valor de 0,29. Desta forma, não se pode rejeitar a hipótese nula, H_0 , de tal modo as corretoras de valores apresentam riscos mínimos estatisticamente semelhantes, como visto na Tabela 4.

Tabela 04 - resultado do teste de Kruskal-Wallis para o risco das carteiras de risco mínimo.

<i>Teste de Kruskal-Wallis</i>	
<i>Informação</i>	<i>Valor</i>
Kruskal-Wallis qui-quadrado	9,672763175
Graus de Liberdade	8
P-valor	0,2887488

Fonte: Elaboração do autor conforme dados da pesquisa.

Para sustentar a aceitação da hipótese nula observou-se a Tabela 5 de comparação múltipla. Com esta tabela notou-se que, com a exceção dos conjuntos BB Investimento – Planner Corretora e Bradesco Corretora – Planner Corretora, todos os P-valores ajustados são iguais a 1.

Tabela 05 - tabela de comparações múltiplas para o risco das carteiras de risco mínimo.

<i>Tabela de Comparações Múltiplas - FWER (Comparação Múltipla)</i>					
	<i>Diferença Observada</i>	<i>Estatística</i>	<i>Limite Inferior</i>	<i>Limite Superior</i>	<i>P-valor ajustado</i>
Ativa CTV - BB Investimentos	-17,75	1,08255086	-71,04155848	35,54155848	1
Ativa CTV - Bradesco Corretora	-20,65	1,25941832	-73,94155848	32,64155848	1
Ativa CTV - Citi Corretora	-8,325	0,5077316	-61,61655848	44,96655848	1
Ativa CTV - Geração Futuro	-16,475	1,00479016	-69,76655848	36,81655848	1
Ativa CTV - Planner Corretora	19,6	1,1953801	-33,69155848	72,89155848	1
Ativa CTV - Rico Corretora	-4,75	0,28969671	-58,04155848	48,54155848	1
Ativa CTV - Santander Corretora	0,4	0,02439551	-52,89155848	53,69155848	1
Ativa CTV - XP Investimentos	5,2	0,31714166	-48,09155848	58,49155848	1
BB Investimentos - Bradesco Corretora	-2,9	0,17686746	-56,19155848	50,39155848	1
BB Investimentos - Citi Corretora	9,425	0,57481926	-43,86655848	62,71655848	1
BB Investimentos - Geração Futuro	1,275	0,0777607	-52,01655848	54,56655848	1
BB Investimentos - Planner Corretora	37,35	2,27793096	-15,94155848	90,64155848	0,862848
BB Investimentos - Rico Corretora	13	0,79285415	-40,29155848	66,29155848	1
BB Investimentos - Santander Corretora	18,15	1,10694637	-35,14155848	71,44155848	1
BB Investimentos - XP Investimentos	22,95	1,39969252	-30,34155848	76,24155848	1
Bradesco Corretora - Citi Corretora	12,325	0,75168672	-40,96655848	65,61655848	1
Bradesco Corretora - Geração Futuro	4,175	0,25462816	-49,11655848	57,46655848	1
Bradesco Corretora - Planner Corretora	40,25	2,45479842	-13,04155848	93,54155848	0,543528
Bradesco Corretora - Rico Corretora	15,9	0,96972161	-37,39155848	69,19155848	1
Bradesco Corretora - Santander Correto	21,05	1,28381383	-32,24155848	74,34155848	1
Bradesco Corretora - XP Investimentos	25,85	1,57655998	-27,44155848	79,14155848	1
Citi Corretora - Geração Futuro	-8,15	0,49705856	-61,44155848	45,14155848	1
Citi Corretora - Planner Corretora	27,925	1,7031117	-25,36655848	81,21655848	1
Citi Corretora - Rico Corretora	3,575	0,21803489	-49,71655848	56,86655848	1
Citi Corretora - Santander Corretora	8,725	0,53212711	-44,56655848	62,01655848	1
Citi Corretora - XP Investimentos	13,525	0,82487326	-39,76655848	66,81655848	1
Geração Futuro - Planner Corretora	36,075	2,20017026	-17,21655848	89,36655848	1
Geração Futuro - Rico Corretora	11,725	0,71509345	-41,56655848	65,01655848	1
Geração Futuro - Santander Corretora	16,875	1,02918567	-36,41655848	70,16655848	1
Geração Futuro - XP Investimentos	21,675	1,32193182	-31,61655848	74,96655848	1
Planner Corretora - Rico Corretora	-24,35	1,48507681	-77,64155848	28,94155848	1
Planner Corretora - Santander Corretora	-19,2	1,17098459	-72,49155848	34,09155848	1
Planner Corretora - XP Investimentos	-14,4	0,87823844	-67,69155848	38,89155848	1
Rico Corretora - Santander Corretora	5,15	0,31409222	-48,14155848	58,44155848	1
Rico Corretora - XP Investimentos	9,95	0,60683837	-43,34155848	63,24155848	1
Santander Corretora - XP Investimentos	4,8	0,29274615	-48,49155848	58,09155848	1

Fonte: Elaboração do autor conforme dados da pesquisa.

Na aplicação de Bonferroni-Dunn para o risco mínimo, as corretoras se mostram melhor agrupadas em três grupos: a, ab e b. No grupo a, estão as corretoras Bradesco Corretora, BB Investimento e Geração Futuro. As que compõem o grupo ab são a Citi Corretora, Rico Corretora, Ativa CTV, Santander Corretora e XP Investimento. O terceiro grupo, b, é composto apenas pela Planner Corretora.

Esta corretora isolada no último grupo também foi a que apresentou, no teste de Bonferroni-Dunn, P-valores diferente dos outros pares quando interagiu com a Bradesco Corretora e BB Investimentos. Por sinal, estas duas sociedades corretoras são as primeiras do grupo a.

Tabela 7 - agrupamento das corretoras com base na média da posição dos riscos obtidos pelas carteiras de risco mínimo.

<i>Tabela dos Agrupamentos</i>			
	<i>Fatores</i>	<i>Médias (Rank)</i>	<i>Grupos</i>
Bradesco Corretora		106,4	a
BB Investimentos		103,5	a
Geração Futuro		102,225	a
Citi Corretora		94,075	ab
Rico Corretora		90,5	ab
Ativa CTV		85,75	ab
Santander Corretora		85,35	ab
XP Investimentos		80,55	ab
Planner Corretora		66,15	b

Fonte: Elaboração do autor conforme dados da pesquisa.

Assim como realizado para gerar a tabela de agrupamento dos retornos das carteiras de todas corretoras, para o risco mínimo seguiu-se a mesma lógica: primeiro todos os riscos mínimos foram agrupados em uma única amostra; depois todos os riscos foram colocados em ordem; e por fim foi feita a média das posições dos riscos das carteiras de cada corretora para estabelecer o *ranking* das sociedades corretoras.

Como resultado do ranking aquelas corretoras com maior média estão mais acima na tabela, e as com menor média estão abaixo na tabela. Tendo em consideração que quando menor o risco melhor, as corretoras devem ser melhor vistas de baixo para cima.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Conhecendo o perfil de investidor do brasileiro, avesso ao risco, suas limitações para realizar aplicações em mercados de ações e a necessidade de um intermediário na concretização de transações em bolsa de valores, esta pesquisa se comprometeu em averiguar, tomando como ênfase formação de carteiras de risco mínimo, se as corretoras que sugerem ações para composição da Carteira Valor, em termos de desempenho, se distinguem umas das outras.

O embasamento teórico do estudo foi realizado em cima da Teoria Moderna dos Portfólios de Harry Markowitz, onde trabalhou-se a relevância da diversificação de carteiras e como isto pode ser feito. Assim foram demonstrados os cálculos e passos para formação de carteiras com dois, três, quatro, e cinco ou mais ativos utilizando-se de matrizes.

Os dois primeiros objetivos específicos traçados tiveram como foco a análise descrita do desempenho das corretoras, tendo como referência os retornos e riscos históricos para as carteiras de risco mínimo obtidas. Ao agregar o risco de todas as corretoras verificou-se que estes oscilaram entre 2,98 e 9,75, e o risco mínimo médio ficou em 4,96. Para estes limites foram apresentados os retornos de 7,50 e 10,91, em sequência, assim observa-se a relação risco e retorno se concretizando, pois a um risco menor, apresentou-se um retorno menor, e para um risco maior, se obteve um retorno também maior.

Na análise do desempenho das corretoras para o retorno encontrado, constatou que a variação dos valores ficou entre -11,16 e 16,4, com uma média de 0,94. E para estes valores extremos apresentou-se riscos de 5,32 e 6,0, respectivamente. Estes resultados também corroboram com o exposto anteriormente, onde o risco e retorno são proporcionais.

De todo modo nesta análise descritiva das corretoras observou-se que os retornos auferidos se comportam simetricamente, entretanto os riscos de todas as carteiras ao serem agrupados são assimétricos à direita. Esta assimetria do risco indica que foram encontrados riscos mínimos acima do limite superior, o que foge do ideal.

As duas outras partes da análise e discussão dos resultados se direcionaram a avaliar e agrupar as corretoras afim de conhecer o desempenho de cada uma destas em relação ao grupo, onde tomou como ponto de partida os históricos dos retornos e riscos mínimos das carteiras formadas. O teste de Kruskal-Wallis permitiu visualizar que as corretoras, quando ao

retorno de suas carteiras, são estatisticamente semelhantes, e Bonferroni-Dunn, complementando esta visão, agrupou todas as corretoras em um único grupo. Quanto ao risco, as corretoras também se mostraram estatisticamente semelhantes, mas Bonferroni-Dunn as agrupou em três grupos distintos.

Tendo o resultado dos testes estatísticos, chega-se à conclusão de que o investidor pode escolher qualquer uma das corretoras contribuintes da Carteira Valor, pois estas são estatisticamente iguais. Contudo, os interessados ainda podem levar em consideração os grupos formados no teste de Bonferroni-Dunn para o risco mínimo, visto que há uma segregação quanto a estes resultados.

Esta controvérsia apresentada neste último teste foi anunciada antes mesmo, com a presença da assimetria para os riscos mínimos das carteiras, quando condensadas em uma única amostra.

Desta forma, este trabalho procurou trazer confiabilidade para os investidores ao escolher sua corretora de valores intermediária na sua inserção no mercado de ações. Onde foi enfatizada e trabalhada a diversificação de uma carteira para dar suporte ao processo de tomada de decisão.

Em trabalhos futuros fontes de pesquisa mais abrangentes, ou seja, que englobem mais corretoras e por um período de tempo maior viriam a contribuir mais com esta linha de investigação científica e para o processo decisório dos investidores.

REFERÊNCIAS

Apresentação Mensal BVMF – Janeiro 2017. BM&FBovespa, 2017. Disponível em: <<http://ri.bmfbovespa.com.br/ptb/2845/c-2845-ptb.html?secao=18>>. Acesso em: 07 Abril 2017.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 2001.

BODIE, Kane et al. **Investimentos-8**. McGraw Hill Brasil, 2010.

BRUNI, Adriano Leal; FUENTES, Júnior; FAMÁ, Rubens. A moderna teoria de portfólios e a contribuição dos mercados latinos na otimização da relação risco versus retorno de carteiras internacionais: evidências empíricas recentes (1996-1997). **III Semead**, 1998.

Busca de corretoras. São Paulo: BM&FBOVESPA, 2017. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/participantes/busca-de-corretoras/>. Acesso em: 01 Março 2017.

CAREGALI, Luiza. Brasileiro prefere investir em poupança, e acha que Bolsa é 'para ricos'. UOL, São Paulo, 2012. Disponível em: <<https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2012/12/14/brasileiro-prefere-investir-em-poupanca-e-acha-que-bolsa-e-para-ricos.htm?cmpid=copiaecola>>. Acesso em: 01 Março 2017.

Como e porque tornar se uma companhia aberta. BM&FBOVESPA, 2016. Disponível em: <<http://vemprabolsa.com.br/wp-content/uploads/2016/06/Como-e-porque-tornar-se-uma-companhia-aberta.pdf>>. Acesso em: 6 Abril 2017.

DAMODARAN, Aswath. **Finanças corporativas: teoria e prática**. Bookman Editora, 2009.

ELTON, Edwin; GRUBER, Martin; BROWN, Stephen. **Moderna teoria de carteiras e análise de investimentos**. Elsevier Brasil, 2012.

Em 2016 o ganho real acima da inflação da poupança é positivo. Nominalmente é o melhor resultado desde 2006. Ouro, dólar e euro perdem para a inflação em 2016. *Econômica*, 2017. Disponível em: <<https://economica.com/estudos/data/20170111a.pdf>>. Acesso em: 06 Abril 2017.

Empresas Listas. São Paulo: BM&FBOVESPA, 2017. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/empresas-listadas.htm>. Acesso em: 01 Março 2017.

FARIAS, Tácito Augusto; DE MOURA, Fábio Rodrigues. Carteiras eficientes e ingênuas: uma análise comparativa com o uso do modelo de Markowitz. **Revista de Economia Mackenzie**, v. 11, n. 2, 2014.

FONSECA, Carolina Garcia. **Aplicação do Modelo de Markowitz na seleção de carteiras eficientes: uma análise da relação entre risco e retorno**. Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2011.

GITMAN, LAWRENCE JEFFREY. **Princípios de Administração Financeira**. São Paulo: Harba, 1997.

GODOY, Arlida Schmidt. Introdução à pesquisa qualitativa e suas possibilidades. **Revista de administração de empresas**, v. 35, n. 2, p. 57-63, 1995.

GONÇALVES JÚNIOR, Cleber; PAMPLONA, Edson de Oliveira; MONTEVICHI, José Arnaldo Barra. Seleção de Carteiras através do modelo de Markowitz para pequenos investidores (com o uso de planilhas eletrônicas). **IX SIMPEP**, 2002, Bauru, SP.

LOPES, Ana Lúcia Miranda et al. Markowitz na otimização de carteiras selecionadas por Data Envelopment Analysis–DEA. **Gestão e Sociedade**, v. 4, n. 9, p. 640-656, 2011.

MARKOWITZ, Harry. **Portfolio Selection, Efficient Diversification of Investments**. J. Wiley, 1959.

MARTINS, Luís Pedro Rosa. **A eficiência nas Carteiras de Markowitz, Variância Mínima e Naïve aplicada ao índice italiano**. 2014. Tese de Doutorado. Instituto Superior de Economia e Gestão.

MOORE, Jeffrey H.; WEATHERFORD, Larry R. **Tomada de decisão em administração com planilhas**. Bookman, 2005.

MYERS, Stewart C.; BREALEY, Richard A. **Princípios de finanças empresariais**. 1992, 3º ed. Editora McGRAW-HILL DE PORTUGAL, LDA.

O que são as corretoras e as distribuidoras de títulos e valores mobiliários?. Banco Central do Brasil. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/composicao/corretoras_distribuidoras.asp>. Acesso em: 01 Março 2017.

OLIVEIRA, Abdinardo Moreira Barreto; DOS SANTOS, Josete Florencio. DIVERSIFICAÇÃO DE RISCO-RETORNO *pe*zVIA TEORIA DO PORTFÓLIO NA

FRUTICULTURA DO VALE DO SÃO FRANCISCO. **Qualitas Revista Eletrônica**, v. 15, n. 1, 2014.

PANDELO JR, Domingos Rodrigues. Análise do Perfil do Investidor com Base em Análise de suas Percepções Subjetivas de Risco e Retorno. **Revista Cesumar–Ciências Humanas e Sociais Aplicadas**, v. 15, n. 1, 2010.

PEREIRA, Luiz Carlos; LION, Octavio Manuel Bessada. Os fundos de ações e a alocação ótima de ativos proposta por Markowitz. **Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia (SEGET)**, Associação Educacional Dom Bosco (AEDB). Rio de Janeiro, 2007.

PINHEIRO, J. L.. **Mercado de Capitais**. São Paulo: Atlas, 2012.

PIZZATTO, Wilson Tadeu et al. Sistema Integrado de Planejamento e Comercialização de Energia. **Monografia de Especialização apresentada ao CPOC (LACTEC CEHPARUFPR)**. Curitiba, 2004.

RAUPP, Fabiano Maury; BEUREN, Ilse Maria. Metodologia da pesquisa aplicável às ciências sociais. **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**, v. 3, p. 76-97, 2003.

RENNER, Marcio Cardoso. **Teoria de Portfólio de Markowitz em momentos de crise**. Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2010.

RODRIGUES, Fábio Martins et al. A Importância da Diversificação como Estratégia de Investimento em Mercados Financeiros. XII Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia, 2015.

SANTOS, José Odálio dos; COELHO, Paula Augusta. Análise da relação risco e retorno em carteiras compostas por índices de bolsa de valores de países desenvolvidos e de países emergentes integrantes do bloco econômico BRIC. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 21, n. 54, p. 23-37, 2010.

SÁ-SILVA, Jackson Ronie; DE ALMEIDA, Cristóvão Domingos; GUINDANI, Joel Felipe. Pesquisa documental: pistas teóricas e metodológicas. **Revista brasileira de história & ciências sociais**, v. 1, n. 1, 2009.

SOUSA, Valmi D.; DRIESSNACK, Martha; MENDES, Isabel Amélia Costa. Revisão dos desenhos de pesquisa relevantes para enfermagem. Parte 1: desenhos de pesquisa quantitativa. **Rev Latino-am Enfermagem**, v. 15, n. 3, p. 502-507, 2007.

TAMBOSI FILHO, E.; SILVA, W. V. Composição ótima de ativos em uma carteira de investimentos: uma aplicação prática usando Markowitz. *Revista de Negócios*, v. 5, n. 4, p. 1-9, 2000.

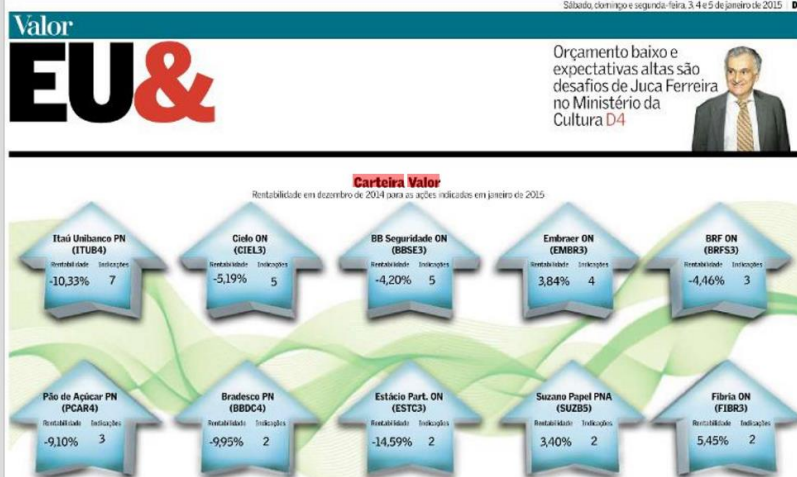
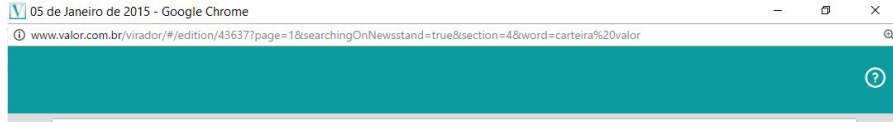
Teste de Kruskal-Wallis. Portal Action. Disponível em: <<http://www.portalaction.com.br/976-4-teste-de-kruskal-wallis>>. Acesso em: 12 Fevereiro 2017.

ZANFERRARI, Daniele Aparecida Gomes; DA SILVA, Sidinei Silvério. O modelo de carteira eficiente de Markowitz: uma análise de ativos negociados na BM&FBOVESPA. **Revista de Pós-Graduação da Faculdade Cidade Verde**, v. 2, n. 2, 2016.

ZANINI, Francisco Antônio Mesquita; FIGUEIREDO, Antonio Carlos. As teorias de carteira de Markowitz e de Sharpe: uma aplicação no mercado brasileiro de ações entre julho/95 e junho/2000. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 6, n. 2, 2008.

ANEXOS

Anexo I – Carteira Valor Janeiro/2015



Esperanças renovadas

Corretoras iniciam 2015 com escolha de figurinhas carimbadas que fecharam 2014 no azul. Fibria e Suzano entram na Carteira Valor. Por Beatriz Coutait de São Paulo

As Estratégias com o ano de 2014 não são motivo para agitar as escolhas passadas. Ainda menos no **Carteira Valor**, a máxima das corretoras participantes é renovar a escolha dos papéis para colher melhores resultados em 2015. O portfólio de janeiro começa com pouca mudança, pontuada apenas pela entrada de duas ações de papel e celulose — Fibria e Suzano —, que substituíram as ações de Mineração e Petróleo, destaque de alta e baixa de um passado.

Nove das dez ações da Carteira atual tiveram valorização de dois dígitos em 2014. O ganho mais expressivo, da ordem de 37%, pertence a BB Seguridade ON, com cinco indicações para a carteira neste ano. A liderança do portfólio, contudo, é ocupada pelos papéis Itaú Unibanco PN, com sete votos. Cielo ON recebeu

cinco recomendações; Embraer ON, quatro; BRF ON e Pão de Açúcar PN, três; e Bradesco PN, Estácio Participações ON, Fibria ON e Suzano ON, duas.

Preferida principalmente pelas ações preferenciadas da Itaipava, que registrou 2,7% em dezembro e 37,6% em 2014, a Carteira Valor teve pouca de ações no mês passado e concreto o balanço com queda de 10,33%. O Dow Jones também teve desempenho negativo, com recuo de 8,62% em dezembro e de 2,91% em 2014.

De olho nos temas que deverão movimentar a economia ao longo deste ano, a tendência de apreciação do dólar sobre o real dá fôlego para sustentar a aposta em ações de empresas exportadoras. E nesse cenário se encaixam o setor de papel e celulose.

A Risa Corretora defende, em relatório, a escolha dos papéis da

Suzano, acima às vendas ao mercado externo, que coloca a companhia em uma posição favorável para capturar bons resultados em função da perspectiva de continuidade de valorização da moeda americana e de incremento da demanda global por celulose, principalmente do mercado chinês, e também menciona as iniciativas de redução de custos por parte da gestão da empresa.

A equipe do BB Investimentos, por sua vez, preferiu incluir os papéis da Fibria na carteira do mês, mas com justificativas similares às da Risa para a Suzano: expectativa de dólar médio mais alto ao longo do ano, maior demanda da Europa e da Ásia impulsionando o preço da celulose e o regime de preços já anunciado pela companhia.

O tema cambial também dá

uma menção para a aposta da suíte Corretora nos papéis da Embraer. Na avaliação da instituição, as receitas em dólar da empresa mais que compensam os custos na moeda, citando-se uma projeção num cenário de desvalorização do real.

Em relatório, a corretora ainda menciona a previsão de um bom retorno de entrega de ativos no quarto trimestre de 2014 e a menor exposição da Embraer ao fundo econômico da economia brasileira, diante da diversificação de clientes pela Europa, Ásia e América do Norte.

Na mesma toada, a Ativa Corretora defende as ações da BRF, resultando que o cenário de normalização da política monetária americana tende a surtir efeito sobre o câmbio, beneficiando a companhia brasileira.

As exportações da BRF respon-

derão por, aproximadamente, 50% de seu faturado, e, com a elevação da taxa de câmbio, essa divisão passaria a operar com margens melhores, aponta o analista Claudio Dillan, em relatório. Também tem aposta nos papéis da empresa, a Flamer Corretora avisa que os primeiros resultados da reestruturação da BRF e de novos negócios já começaram a aparecer. Não contem com o bom desempenho de vendas, melhora operacional e maior geração de caixa, a BRF vem registrando queda no balanço patrimonial desde a corretora. A companhia está pronta para inaugurar um novo ciclo de crescimento, tanto orgânico como através de aquisições que façam sentido e agreguem valor, destaca o chefe de análise da Flamer, Mario Mariane.



Carteiras de ações sugeridas para janeiro de 2015 por algumas instituições financeiras - rentabilidade em dezembro de 2014

Instituição	Ativo	Var. %	Volume
Alfa CTV	Ativo	Var. %	Volume
	BB Investimentos	Ativo	Var. %
Bradesco Corretora	Ativo	Var. %	Volume
	CGI Corretora	Ativo	Var. %
Instituições Financeiras	Ativo	Var. %	Volume
	Ativo	Var. %	Volume

Anexo II – Carteira Valor Fevereiro/2015

03 de Fevereiro de 2015 - Google Chrome

www.valor.com.br/virador/#/edition/436167?page=1&searchingOnNewsstand=true§ion=4&word=carteira%20valor

Valor
EU & INCLUI LEGISLAÇÃO & TRIBUTOS

Keynesianos como Fernando Cardim de Carvalho se propõem explicar o mundo como de fato é D3

Itaú Unibanco PN (ITUB4) Rentabilidade: -4,87% Indicações: 9	BB Seguridade ON (BSE6) Rentabilidade: -8,58% Indicações: 4	Enbraer ON (EMBR3) Rentabilidade: -2,86% Indicações: 4	Cielo ON (CIEL3) Rentabilidade: -4,01% Indicações: 3
Suzano Papel PNA (SUZB5) Rentabilidade: -3,38% Indicações: 3	Bradesco PN (BDDC4) Rentabilidade: -3,74% Indicações: 2	Fibra ON (FIBR3) Rentabilidade: -0,65% Indicações: 2	Klabin UNIT (KLBN1) Rentabilidade: -6,17% Indicações: 2

Concentração setorial

Corretoras dividem recomendações da **Carteira Valor** entre financeiras e exportadoras. Itaú Unibanco concentra as atenções, ao receber nove votos. Por **Beatriz Coutai** de São Paulo

Financeiras ou exportadoras, escolham suas apostas. Após um mês de janeiro que não deixou espaço para a valorização da bolsa, com apenas dez papéis de Ibovespa no azul, corretoras reabriram o direito ao ponto nas indicações para fevereiro. O ambiente desfavorável para a renda variável não permite julgamentos, mas a seleção de empenhos em dólar pode ser uma saída para os investidores.

A **Carteira Valor** desse mês conta com a entrada de Cetip ON e das units da Klabin, com duas recomendações cada. Com nada menos que nove votos, o papel preferencial do Itaú Unibanco permaneceu na liderança das indicações, seguido pelas ações BB ON, com seis apontamentos. BB Seguridade ON e Enbraer ON foram selecionadas por quatro corretoras, en-

quanto Cielo ON e Suzano Papel e Celulose PNA foram indicadas por três. Por fim, Bradesco PN e Fibra ON ganham dois votos cada.

Em janeiro, o portfólio alcançou a trajetória da bola, com queda de 5,5%, recuando para o que a bolsa de 2008 do Ibovespa. Em 12 meses, a **Carteira Valor** perde 40,7%, enquanto o principal índice do Ibovespa recua 13,9%.

Roberto Inêz, da área de estratégia da Risco Corretora, afirma que a instabilidade sobressai uma postura ainda mais defensiva, por conta da fragilidade do cenário macroeconômico doméstico, com destaque para os riscos de racionamento de água e energia.

No cenário internacional, o envolvimento das commodities, especialmente de petróleo e do minério de ferro, segue entre foco de atenção. "Precisamos ver se os preços vão se estabilizar ou se ainda mais", diz Inêz.

Uma das "sobreviventes" de

janeiro, com alta de 7% das ações, a Cetip é tida como um nome defensivo pela equipe de análise da Bradesco Corretora, que ressalta que os dados operacionais seguem robustos e está a se recuperar na entrega de um aumento de receita de dois dígitos em 2015.

Já a Risco destaca os papéis do Bradesco no portfólio e mantém a exposição às ações do Itaú. Os resultados apresentados pelas instituições financeiras e a visão de maior resiliência à fragilidade doméstica sustentam o investimento. "Os bancos privados estão fazendo muito bem seu trabalho em termos de gestão de custo e evolução de rentabilidade, apesar do cenário de racionamento", diz Inêz.

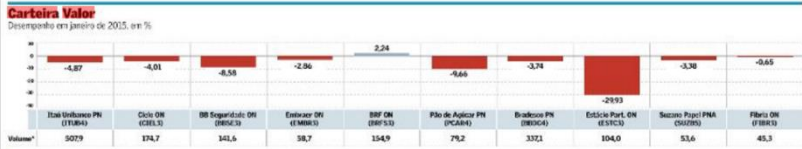
Após que deixou os papéis das duas instituições, a Risco tem preferência pelo Itaú pelo fato de o Bradesco concentrar 30% do resultado no setor de seguros.

A Atica Investimentos incluiu as ações do Itaú no portfólio de fevereiro, aponta a análise da Klabin e do Itaú Unibanco para o próximo dia 11, e os dados mensais divulgados pela Superintendência de Seguros Privados (Sisep) são os principais drivers.

Na visão da corretora, as ações merecem ser negociadas com prêmio em relação a outras seguradoras listadas no Brasil ou no exterior, dado que uma parte significativa de seu lucro não vem de análise de riscos, mas sim do negócio de corretagem de seguros.

Remanescente do time financeiro, Cielo é uma das apostas da equipe de análise da Gerência Futuro/Itaú Plural. Para a corretora, a companhia deve continuar com resultados relevantes, o que inclui um "dividend yield atraente", e a parceria com a BB Corretora também trará ganhos significativos.

Ver também página D2



Cartões de ações sugeridas para fevereiro por algumas instituições financeiras - rentabilidade em janeiro

Ativo	Var. %	Indicações
Ativa CVT		
BB Investimentos	-5,84	-6,84
Cit Corretora	-6,85	-6,85
Clavin Corretora	-6,85	-6,85
Grupo Patrimonial Plural	-10,71	-10,71
Risco Corretora	-3,21	-3,21
Risco Corretora	-4,10	-4,10
Santander Corretora	-12,66	-12,66
SLV CVC	-4,02	-4,02
Sucesso Bancos CCT	-4,40	-4,40
XP Investimentos	-6,94	-6,94

Anexo III – Carteira Valor Março/2015

03 de Março de 2015 - Google Chrome

www.valor.com.br/virador/#/edicao/43598?page=1&searchingOnNewsstand=true§ion=4&word=Carteira%20valor

Terça-feira, 3 de março de 2015

EU &

INCLUI LEGISLAÇÃO & TRIBUTOS

Salão de Genebra mostra McLaren P1 GTR, carro de competição para as pistas D4

Itaú Unibanco PN (ITUB4)	13,46%	7 indicações
BB Seguradora ON (BSES3)	13,19%	6 indicações
Suzano Papel PMA (SUZB3)	10,95%	4 indicações
BRP ON (BRFS3)	0,08%	4 indicações
Raia Drogasil ON (RADL3)	10,54%	4 indicações
Cielo ON (CIEL3)	11,78%	3 indicações
Lojas Americanas PN (LANE4)	7,33%	3 indicações
Pão de Açúcar PN (PACAR4)	9,03%	2 indicações
Celso ON (CTCF3)	-0,15%	2 indicações
Klabin UNIT (KLBN1)	16,87%	2 indicações

Carteira Valor
Rentabilidade em fevereiro para as ações indicadas em março

Consumo seletivo

Lojas Americanas, Pão de Açúcar e Raia Drogasil ingressam na Carteira Valor de março. Resiliência ao cenário macro e resultados justificam escolhas. Por **Beatriz Cutait**, de São Paulo

Não, o setor de consumo não voltou a ser uma aposta de análise para a bolsa. No entanto, ajuda que a visão seja desfavorável para o segmento de forma geral, há casos específicos que já justificam o investimento nos papéis, seja por apresentarem resiliência ao cenário macroeconômico, seja pela proteção fundamental.

A **Carteira Valor** de março conta com a entrada de três ações vinculadas ao desempenho econômico: Raia Drogasil ON, com quatro indicações; Lojas Americanas PN, com três votos; e Pão de Açúcar PN, com duas recomendações. Com isso, o portfólio ficou mais balanceado, com cinco e quatro papéis de setor financeiro — Itaú Unibanco PN, BB Seguradora ON, Cielo ON e Celso ON — e três varejistas a operações (BRF ON, Sazasa Papel e Celso ON PMA e Klabin Unipar).

A bolsa superdeu em fevereiro, com a alta de 9,27% do Ibovespa, pouco acima da valorização de 9,25% da Carteira. No ano, o portfólio acumulou ganho de 2,94%, enquanto o índice sobe 3,35%.

O chefe de área de análise da XP Investimentos, Ricardo Kim, não enxerga uma mudança de rumo do mercado com o aumento do mês passado. "Vemos a alta com um pouco de euforia, porque os fundamentos não mudaram. A bolsa tem um ano difícil. Pela frente", diz.

A entrada de receitas estrangeiras na bolsa, em meio à liquidez aérea elevada no exterior e a vantagem do dólar apreciado em relação ao real, pode ter contribuído para a recuperação, com destaque para a carteira, na visão de Kim. Segundo os dados da FIMB/Bovespa, o saldo líquido de atuação do investidor internacional estava positivo em

R\$ 3,3 bilhões em fevereiro, até o dia 26, e em cerca de R\$ 5,3 bilhões no acumulado do ano. A atuação de Joaquim Levy na Fazenda foi outro fator apontado como favorável pelo mercado.

A XP é uma das corretoras que apostam nos papéis da Lojas Americanas neste mês. A avaliação de que a companhia apresenta uma boa diversificação de produtos e não depende tanto de crédito como varejistas de linha branca, por exemplo, explica parte da recomendação.

O programa de expansão da empresa também é bem-visto pela chefe de análise da XP, assim como sua gestão. "Estamos tentando discernir um pouco o portfólio e achar alguma ação em consumo que seja resiliente, mas não colaborem um peso maior no setor diante do que vemos para a atividade econômica, com

uma renda mais baixa e um aumento de desemprego", afirma.

O estrategista da Santander Corretora, Leonardo Milano, tem uma visão semelhante e ainda aponta que está de olho no balanço da varejista, que será divulgado no dia 12. Além das questões citadas por Kim, Milano diz esperar que as operações da Salmone contribuam de forma menos negativa para os resultados do quarto trimestre de 2014.

A carteira também sobressai os papéis da Raia Drogasil no portfólio deste mês, entusiasmada com o balanço bem melhor que o esperado divulgado ao fim de fevereiro. O momento operacional forte da companhia e a possível revisão para cima das expectativas do mercado, aliados à avaliação de que o setor não foi desaquecido, conta com vendas inelásticas e aumento de pro-

Veja também página 62

Carteira Valor

Desempenho em fevereiro de 2015, em %



Carteiras de ações sugeridas para março por algumas instituições financeiras - rentabilidade em fevereiro

Ativo	Var. %	Volume	Ativo	Var. %	Volume	Ativo	Var. %	Volume
Ativa CTV			BB Investimentos			Bradesco Corretora		
Agto			Agto			Agto		
BB ON (BRFS3)	0,08	131,6	BB ON (BRFS3)	0,08	131,6	BB Super Ativa ON (BRSE3)	11,31	147,3
Itaú Unibanco PN (ITUB4)	13,46	466,6	Celso PN (CTCF3)	0,08	131,6	Créd. Cr. (CTCF3)	0,11	53,3
Lojas Americanas PN (LANE4)	7,33	306,7	Fleury UNIT (FLEU1)	14,12	45,6	KL Auto Store PN (KASAT3)	9,41	30,9
Raia Drogasil ON (RADL3)	10,54	54,5	Itaú Unibanco PN (ITUB4)	13,46	466,6	Qualipar ON (QUAL3)	2,97	400,0
Suzano Papel PMA (SUZB3)	10,95	54,5	Saia PN (SAIA3)	16,87	40,9	Saia ON (SAIA3)	7,88	122,2
Q que mudou			Q que mudou			Q que mudou		
Entrou: Itaú Unibanco PN, BB ON (BRFS3), BB Seguradora ON (BSES3)			Entrou: Celso ON (CTCF3), BB ON (BRFS3), BB Seguradora ON (BSES3)			Entrou: Itaú Unibanco PN, BB ON (BRFS3)		
Saiu: Celso ON (CTCF3)			Saiu: Itaú Unibanco PN (ITUB4), BB ON (BRFS3)			Saiu: BB ON (BRFS3)		
Correção Fidejuss/Brazil Plural			Planner Corretora			Rico Corretora		
Agto			Agto			Agto		
ALL CR (ALL1)	44,01	31,5	BB ON (BRFS3)	0,08	131,6	Estimote PN (EMOTE4)	12,02	306,7
BB Seguradora ON (BSES3)	13,19	147,3	BB Seguradora ON (BSES3)	13,19	147,3	BB Super Ativa ON (BRSE3)	11,31	147,3
Celso ON (CTCF3)	-0,15	53,3	Pão de Açúcar PN (PACAR4)	9,03	72,3	Créd. Cr. (CTCF3)	0,11	53,3
Cielo ON (CIEL3)	11,78	162,9	Tem Plan. (TEMPL3)	2,20	21,8	Raia Drogasil ON (RADL3)	10,54	54,5
Klabin UNIT (KLBN1)	16,87	40,9	Itaú ON (ITUB3)	2,20	21,8	Suzano Papel PMA (SUZB3)	10,95	54,5
Q que mudou			Q que mudou			Q que mudou		
Entrou: Itaú Unibanco PN, BB ON (BRFS3), BB Seguradora ON (BSES3)			Entrou: Itaú Unibanco PN, BB ON (BRFS3), BB Seguradora ON (BSES3)			Entrou: Itaú Unibanco PN, BB ON (BRFS3)		
Saiu: Celso ON (CTCF3)			Saiu: Itaú Unibanco PN (ITUB4), BB ON (BRFS3)			Saiu: BB ON (BRFS3)		
SKW CVC			Sauza Soares CCT			XP Investimentos		
Agto			Agto			Agto		
BB Seguradora ON (BSES3)	13,19	147,3	BB ON (BRFS3)	0,08	131,6	BB ON (BRFS3)	0,08	131,6
BRF Seguradora ON (BRFS3)	0,08	131,6	BB Seguradora ON (BSES3)	13,19	147,3	Créd. Cr. (CTCF3)	0,11	53,3
Estimote ON (EMOTE3)	4,89	56,6	BB Seguradora ON (BSES3)	13,19	147,3	Itaú Unibanco PN (ITUB4)	13,46	466,6
Cielo ON (CIEL3)	11,78	162,9	BB Seguradora ON (BSES3)	13,19	147,3	Raia Drogasil ON (RADL3)	10,54	54,5
Estimote ON (EMOTE3)	4,89	56,6	BB Seguradora ON (BSES3)	13,19	147,3	Suzano Papel PMA (SUZB3)	10,95	54,5
Q que mudou			Q que mudou			Q que mudou		
Entrou: Itaú Unibanco PN, BB ON (BRFS3), BB Seguradora ON (BSES3)			Entrou: Itaú Unibanco PN, BB ON (BRFS3), BB Seguradora ON (BSES3)			Entrou: Itaú Unibanco PN, BB ON (BRFS3)		
Saiu: Celso ON (CTCF3)			Saiu: Itaú Unibanco PN (ITUB4), BB ON (BRFS3)			Saiu: BB ON (BRFS3)		

Anexo IV – Carteira Valor Abril/2015



Valor

EU&

Criador do Estante Virtual, site que reúne acervo de 12 milhões de livros, já pensa em sucessão D4

No rastro do índice

Perfil defensivo, com busca por maior indexação ao Ibovespa, pauta escolhas da Carteira Valor em abril. Por **Beatriz Cutait**, de São Paulo

Stock/Fund	Rentabilidade	Indicações
Itaú Unibanco PN (ITUB4)	-3,21%	6
BB Seguridade ON (BSES3)	1,23%	5
Raia Drogasil ON (RADL3)	0,85%	5
Cielo ON (CIEL3)	3,35%	4
Suzano Papel PNA (SUZS2)	22,64%	4
Kabini UNIT (KBN11)	14,54%	3
BRF ON (BRFS3)	-1,75%	2
Pão de Açúcar PN (PCAR4)	-1,44%	2
Cetip ON (CTIP3)	-7,17%	2
CPL Energia ON (CPFE3)	10,18%	2

Perfiso no qual assumiu alta de 4,5%. A Planner Corretora investe os papéis no portfólio, em meio à motivação de que se trata do melhor banco do país em termos de retorno, operações e governança. Segundo o analista Victor Martins, mais importante que o desempenho em 2014 foi a situação dada para este ano. A rentabilidade deve melhorar, o nível de inadimplência deve ser mais controlado e a equipe de gestão deve melhorar o balanço patrimonial para garantir negócios além do crédito; observando a eficiência das linhas de seguros, previdência e capitalização.

Mesmo com a desaceleração econômica, a Planner preserva crescimento de lucro do IboV da ordem de 12% em 2015. A carteira tem preço justo de R\$ 42,50 na paridade, uma alta potencial de cerca de 20% sobre o valor de fechamento de março. "É ainda esperados um yield de 4,4%, que leva a um retorno de quase 25%, que é bem interessante", aponta o analista.

E como Itaú é o principal papel da bolsa, dia Martins, a empresa ainda foi selecionada para proteger a carteira da Planner, que já contém um agilo defensivo.

A URJ Cocotaria tem visão semelhante e está sob o crivo de uma preferência na Carteira ao longo desse ano, hamor do mercado, estão ter há na carteira não momento como esse faz todo sentido por conta do preço e do potencial de alta e também por ter um peso grande no Ibovespa", diz o analista Camil Pinheiro, ressaltando ainda a consistência de desempenho do banco.

O setor financeiro ainda mantém presença no portfólio da CRI com os papéis da Cielo, empresa também vista por Pinheiro como defensiva, com elevada margem de lucro e situada em um mercado que deve continuar a crescer mesmo com o crescimento mais lento.

Situação ação com maior participação sobre o Ibovespa, BRF ON também foi incluída na carteira da Planner deste mês. Segundo Martins, a empresa apresenta resultados sólidos. Trimestres recentes mostram melhora diante do processo de reestruturação da empresa, sua atuação na cena doméstica e internacional são fatores que atraem investidores. "BRF reúne condições defensivas para não passar a crível e com espaço para fazer eventuais aquisições", afirma o analista. A carteira também chama atenção para a expectativa de crescimento neste ano e o baixo endividamento da companhia.

Ver também página D2

Carteira Valor

Desempenho em março de 2015, em %

Stock/Fund	Volume*	Rentabilidade	Indicações
Itaú Unibanco PN (ITUB4)	448,3	-3,21%	6
BB Seguridade ON (BSES3)	151,9	1,23%	5
BRF ON (BRFS3)	149,0	-1,75%	2
Suzano Papel PNA (SUZS2)	64,2	22,64%	4
Raia Drogasil ON (RADL3)	23,2	0,85%	5
Cielo ON (CIEL3)	1629	3,35%	4
Lojas Americanas PN (LAME3)	33,2	-1,08%	1
Pão de Açúcar PN (PCAR4)	777	-1,44%	2
Cetip ON (CTIP3)	64,4	-7,17%	2
Kabini UNIT (KBN11)	46,5	14,54%	3

Corretoras de ações sugeridas para abrir por algumas instituições financeiras - rentabilidade em março


Ativa	CV	Var. %	Volume*	Ativo	CV	Var. %	Volume*	Ativo	CV	Var. %	Volume*
Alfa Investimentos	3278	-28,53	260	BB Seguridade ON (BSES3)	129	1,23%	151,9	Alfa Investimentos	3278	-28,53	260
Alfa Investimentos	3278	-28,53	260	BRF ON (BRFS3)	77	-1,75%	149,0	Alfa Investimentos	3278	-28,53	260
Alfa Investimentos	3278	-28,53	260	Pão de Açúcar PN (PCAR4)	14,54	-1,44%	777	Alfa Investimentos	3278	-28,53	260
Alfa Investimentos	3278	-28,53	260	Cetip ON (CTIP3)	3,75	-7,17%	64,4	Alfa Investimentos	3278	-28,53	260
Alfa Investimentos	3278	-28,53	260	CPL Energia ON (CPFE3)	10,18%	10,18%	64,2	Alfa Investimentos	3278	-28,53	260
Alfa Investimentos	3278	-28,53	260	Suzano Papel PNA (SUZS2)	22,64%	22,64%	64,2	Alfa Investimentos	3278	-28,53	260

Anexo V – Carteira Valor Maio/2015

05 de Maio de 2015 - Google Chrome
www.valor.com.br/virador/#/edition/43556?page=1&searchingOnNewsstand=true§ion=4&word=carteira%20valor

Valor EU& INCLUI LEGISLAÇÃO & TRIBUTOS

Sensação do Salão de Genebra, Porsche Cayman GT4 começa a ser vendido no Brasil D4



Retabilidade em abril para as ações indicadas em maio

Itaú Unibanco PN (ITUB4) Retabilidade: 9,18% Indicações: 8	Bancoeris PN (BBOG3) Retabilidade: 8,47% Indicações: 2
Caixa ON (CIEL3) Retabilidade: 10,17% Indicações: 7	Ambev ON (ABEV3) Retabilidade: 2,66% Indicações: 2
Suzano Papel PMA (SUZB3) Retabilidade: 2,10% Indicações: 6	Qualicorp ON (QUAL3) Retabilidade: 8,77% Indicações: 2
BB Seguridade ON (BBSE3) Retabilidade: 7,47% Indicações: 5	Embratel ON (EMBR3) Retabilidade: -4,16% Indicações: 2
CEGIP ON (CTGP3) Retabilidade: 9,86% Indicações: 4	Klabin UNIT (KLBR3) Retabilidade: 1,54% Indicações: 2

Apostas consolidadas

Após disparada da bolsa em abril, corretoras apagam-se a indicações conservadoras na Carteira Valor do mês de maio. Por **Beatriz Cuitait**, de São Paulo

A bolsa pode até ser superada todas as expectativas de mercado em abril, quando teve alta de nada menos que 9,9%, mas toda cautela ainda é pouca. O mesmo para o mês de maio é contido e, para garantir que a bonança se perpetue, corretoras apagam-se a grandes nomes do mercado nas apostas de nova edição da **Carteira Valor**.

O portfólio tem na dianteira Itaú Unibanco PN, com oito recomendações, Caixa ON com sete e Suzano Papel PMA, com seis. BB Seguridade ON também segue entre as preferidas, com cinco votos, seguida por CEGIP ON, com quatro. Deixam as indicações, figuram Bancoeris PN, Ambev ON, Qualicorp ON e Embratel ON, todas com duas indicações, ao lado das votas da Klabin, também com duas apostas. Em abril,

Carteira Valor teve alta de 5,9% e, em 2015, acumulou ganhos de 12,7%, levemente acima do avanço de 12,4% do Ibovespa.

Para o chefe de análise da Flamer Corretora, Márcio Mariani, maio tende a ser um mês mais difícil para a bolsa, mas a perspectiva é de que a entrada de capital estrangeiro ainda de forte momentum.

Roberto Indech, da área de estratégia da Rice Corretora, espera um mês sem grandes movimentações na cena local, na qual deve prevalecer o acompanhamento das discussões das medidas de ajuste fiscal no Congresso. No ambiente internacional, sem tensão de política monetária do Fed, o banco central americano, Indech avalia que as atenções voltarão-se à renegociação da dívida da Grécia e a eventual

anúncio de estímulo econômico por parte da China.

O analista sênior do IB Investimentos, Hamilton Moreira Alves, afirma igualmente ainda elementos consistentes para justificar uma recuperação estrutural da bolsa, mas pondera não haver nada que desabone a melhora do mercado. A liquidez global elevada, em meio à expectativa de um início de alta de juros nos EUA mais para o fim do ano, ainda atua a favor da bolsa.

O analista vê os 60 pontos como um divisor de águas para o Bancoeris sob o prisma de maior padrão conhecido como "sell in may and go away", que consiste na estratégia de vender participações ou adotar uma posição mais defensiva no mês, com um reflexo na bolsa apenas em novembro. O período costuma ser ruim para o mercado acionário americano. No Brasil, desde 2010, a bolsa teve queda em todos os meses de maio.

Corretoras apagam-se a apostas conservadoras em seus portfólios. Novamente "queridinha" das instituições, as ações da Itaú Unibanco tiveram alta de 9,2% em abril, enquanto as papéis do consórcio Bancoeris sobram 8,3%. A equipe da Gestão Patrimônio Plural colossais os papéis do Itaú na carteira por vê-los como muito bem posicionados para passar por um episódio de potencial deterioração do ciclo de crédito em 2015. Os analistas da instituição esperam que o banco continue a entregar crescimento de lucro e retorno sobre patrimônio líquido substancialmente superior aos seus pares.

Para o analista do BB Investimentos, o setor financeiro como um todo segue favorecido pelos resultados reportados. O balanço do primeiro trimestre do Itaú será divulgado nesta terça-feira.

Com o terceiro maior peso dentro do Ibovespa, as ações da Ambev são constantes da Carteira Valor desde julho de 2014. Mariani, da Flamer, diz que a corretora aposta nos investimentos nos papéis este mês por eles serem alvo de investidores estrangeiros e por julgar que os ativos têm um perfil mais defensivo.

A equipe de análise da Citi Corretora também considera que a forte geração de caixa e a boa distribuição de dividendos conferem característica defensiva às ações da Ambev.

Ver também páginas D2

Carteira Valor		Desempenho em abril de 2015 - em %	
Itaú Unibanco PN (ITUB4)	9,18	BB Seguridade ON (BBSE3)	7,47
Caixa ON (CIEL3)	10,17	Bancoeris PN (BBOG3)	8,47
Suzano Papel PMA (SUZB3)	2,10	Qualicorp ON (QUAL3)	8,77
BB Seguridade ON (BBSE3)	7,47	Embratel ON (EMBR3)	-4,16
CEGIP ON (CTGP3)	9,86	Klabin UNIT (KLBR3)	1,54

Carteira de ações sugeridas para maio por algumas instituições financeiras - rentabilidade em abril			
Alcova CTV	BB Investimentos	Bancoeris Corretora	Citi Corretora
Itaú Unibanco PN (ITUB4)	Caixa ON (CIEL3)	Suzano Papel PMA (SUZB3)	BB Seguridade ON (BBSE3)
45,42	36,41	22,0	16,19
BB Seguridade ON (BBSE3)	Caixa ON (CIEL3)	Suzano Papel PMA (SUZB3)	Klabin UNIT (KLBR3)
2,10	10,17	2,10	1,54
Suzano Papel PMA (SUZB3)	BB Seguridade ON (BBSE3)	Qualicorp ON (QUAL3)	Embratel ON (EMBR3)
2,10	7,47	8,77	-4,16
BB Seguridade ON (BBSE3)	Caixa ON (CIEL3)	Suzano Papel PMA (SUZB3)	Klabin UNIT (KLBR3)
7,47	10,17	2,10	1,54
Caixa ON (CIEL3)	Suzano Papel PMA (SUZB3)	BB Seguridade ON (BBSE3)	Qualicorp ON (QUAL3)
10,17	2,10	7,47	8,77
Suzano Papel PMA (SUZB3)	BB Seguridade ON (BBSE3)	Qualicorp ON (QUAL3)	Embratel ON (EMBR3)
2,10	7,47	8,77	-4,16
BB Seguridade ON (BBSE3)	Caixa ON (CIEL3)	Suzano Papel PMA (SUZB3)	Klabin UNIT (KLBR3)
7,47	10,17	2,10	1,54
Caixa ON (CIEL3)	Suzano Papel PMA (SUZB3)	BB Seguridade ON (BBSE3)	Qualicorp ON (QUAL3)
10,17	2,10	7,47	8,77
Suzano Papel PMA (SUZB3)	BB Seguridade ON (BBSE3)	Qualicorp ON (QUAL3)	Embratel ON (EMBR3)
2,10	7,47	8,77	-4,16
BB Seguridade ON (BBSE3)	Caixa ON (CIEL3)	Suzano Papel PMA (SUZB3)	Klabin UNIT (KLBR3)
7,47	10,17	2,10	1,54
Caixa ON (CIEL3)	Suzano Papel PMA (SUZB3)	BB Seguridade ON (BBSE3)	Qualicorp ON (QUAL3)
10,17	2,10	7,47	8,77
Suzano Papel PMA (SUZB3)	BB Seguridade ON (BBSE3)	Qualicorp ON (QUAL3)	Embratel ON (EMBR3)
2,10	7,47	8,77	-4,16

Anexo VI – Carteira Valor Junho/2015

02 de Junho de 2015 - Google Chrome
www.valor.com.br/virador/#/edition/435367?page=1&searchingOnNewsstand=true§ion=4&word=carteira%20valor

Valor INCLUI LEGISLAÇÃO & TRIBUTOS

Sete décadas depois, a marca Dior é símbolo definitivo e parte de um negócio de bilhões D3

Carteira Valor
Rentabilidade em maio para as ações indicadas em junho

Itaú Unihance PN (ITUB4) Rentabilidade: -10,85% Indicações: 7	Cielo ON (CIEL3) Rentabilidade: -4,63% Indicações: 4	Qualicorp ON (QUAL3) Rentabilidade: -22,04% Indicações: 2
BB Seguridade ON (BBSE3) Rentabilidade: -5,39% Indicações: 6	Ambev ON (ABEV3) Rentabilidade: -2,85% Indicações: 2	Klabin UNIT (KLBN11) Rentabilidade: 2,81% Indicações: 2
Suzano Papel PVA (SUZB3) Rentabilidade: 11,57% Indicações: 6	Celpe ON (CTFP3) Rentabilidade: -2,83% Indicações: 2	Equatorial ON (EQTLL) Rentabilidade: 5,53% Indicações: 2
		M. Dias Branco ON (MDIA3) Rentabilidade: -0,51% Indicações: 2

Manutenção preventiva

Falta de opções estimula conservadorismo de corretoras, com preservação de grande parte das indicações de maio. Equatorial e M. Dias Branco respondem pelas novidades da Carteira Valor deste mês. Por Beatriz Cuitait, de São Paulo

A bola pode até contar com papéis de 358 empresas, mas na prática, são poucas as que têm conseqüência se sobressair na avaliação de analistas de corretoras. Na **Carteira Valor** de junho, nada menos, que quatro casas decidiram manter suas indicações intactas, e outras três fizeram uma alteração. Com isso, o grupo de ações indicadas para o período ficou restrito a um total de apenas 30. Semelhante, em substituição à Bradesco PN e à Ambev ON, entraram na carteira os papéis ON de Equatorial e de M. Dias Branco, com dois votos cada.

O chefe da área de análise da XP Investimentos, Ricardo Kim, diz que a manutenção das indicações de maio se deve ao ambiente macroeconômico desafiador. "Todo mundo está correndo atrás de empresas resilientes, atreladas a câmbio, e concentrando-se nos melhores papéis. A porta fica estreita", observa.

O analista Caio Figueira, da Citicoreira, casa que detém a carteira intacta em junho, não emerge nenhuma mudança de perspectiva pelo menos no curto prazo, com um mercado que segue bastante permeável em relação ao desempenho da economia. A aposta continua com um viés defensivo, em empresas vistas como a valorização cambial e que estejam entregando resultados.

de negociadas a um múltiplo de 21 vezes, bem acima da média do mercado de varejo farmacêutico internacional, de 14,5 vezes. "Na ausência de empresas com bons desempenhos, o mercado não busca aquelas com bons indicadores de gestão, e elas ficam financiadas", avalia Borges.

Embora a Rico Corretora tenha destacado das demais participações da **Carteira Valor**, com três mudanças neste mês, Roberto Insch, da área de estratégia e responsável pelo portfólio da instituição, também vê um momento complicado para o mercado, sem um setor que se sobressaia e sem um norte claro de curto prazo, o que justifica sua diversificação.

A Rico decidiu incluir em suas indicações os papéis da Equatorial, diante da percepção de que o setor elétrico está relativamente forte e de que a distribuidora é uma das mais bem posicionadas e fundamentadas nesse universo.

Segundo a corretora, a companhia vai beneficiar-se do valor concedido pela Agência Nacional de Energia Elétrica (Aneel) de remuneração mínima (dado pelo WACC, na sigla em inglês) no último processo de revisão tarifária e ainda está bem posicionada para participar de processos de fusões e aquisições no setor ao longo dos próximos meses.

A Ativa também seguiu apostando nas ações da Equatorial, desta vez "turnaround" (reversão) promovido na Cemar e na expectativa de um novo contrato bem-sucedido na Celpe, distribuidora de energia elétrica do País. A exemplo da Rico, a corretora avalia que a empresa deve seguir criando valor para o acionista no longo prazo também de olho em possíveis aquisições no segmento de atuação.

Recomendada pela equipe da Bradesco Corretora inalteradamente desde março, a fabricante de alimentos M. Dias Branco é vista com vantagem competitiva atípica em relação aos concorrentes, por ter custos vinculados ao trigo até 20% mais baixos, devido à sua estrutura de produção verticalmente integrada e ao acesso a incentivos fiscais. "Como resultado, a M. Dias Branco pode vender seus produtos a preços mais competitivos, levando a ganhos contínuos de participação de mercado", destaca a equipe da corretora, em relação, ressaltando que o papel é uma opção defensiva no portfólio.



Carteira de ações sugeridas para junho por algumas instituições financeiras - rentabilidade em maio

Ativa CVT	BB Investimentos	Bradesco Corretora	CIT Corretora	Indicações financeiras
Ação	Ação	Ação	Ação	Desempenho em maio de 2015 - em %
Ambev ON (ABEV3)	Ambev ON (ABEV3)	Ambev ON (ABEV3)	Ambev ON (ABEV3)	Média
BB Seguridade ON (BBSE3)	BB Seguridade ON (BBSE3)	BB Seguridade ON (BBSE3)	BB Seguridade ON (BBSE3)	Acumulado
Bradesco PN (BRBD4)	Bradesco PN (BRBD4)	Bradesco PN (BRBD4)	Bradesco PN (BRBD4)	Mês
Celpe ON (CTFP3)	Celpe ON (CTFP3)	Celpe ON (CTFP3)	Celpe ON (CTFP3)	12 Mês
Equatorial ON (EQTLL)	Equatorial ON (EQTLL)	Equatorial ON (EQTLL)	Equatorial ON (EQTLL)	
Itaú Unihance PN (ITUB4)	Itaú Unihance PN (ITUB4)	Itaú Unihance PN (ITUB4)	Itaú Unihance PN (ITUB4)	
Suzano Papel PVA (SUZB3)	Suzano Papel PVA (SUZB3)	Suzano Papel PVA (SUZB3)	Suzano Papel PVA (SUZB3)	
0 que mudou	0 que mudou	0 que mudou	0 que mudou	
Entrou	Entrou	Entrou	Entrou	
Saiu	Saiu	Saiu	Saiu	
Geração Futuro/Brasil Fibril	Guia Investimentos	Planner Corretora	Rico Corretora	
Ação	Ação	Ação	Ação	
BB Seguridade ON (BBSE3)	BB Seguridade ON (BBSE3)	BB Seguridade ON (BBSE3)	BB Seguridade ON (BBSE3)	
Celpe ON (CTFP3)	Celpe ON (CTFP3)	Celpe ON (CTFP3)	Celpe ON (CTFP3)	
Cielo ON (CIEL3)	Cielo ON (CIEL3)	Cielo ON (CIEL3)	Cielo ON (CIEL3)	
Itaú Unihance PN (ITUB4)	Itaú Unihance PN (ITUB4)	Itaú Unihance PN (ITUB4)	Itaú Unihance PN (ITUB4)	
Rumo Log (RUMC3)	Rumo Log (RUMC3)	Rumo Log (RUMC3)	Rumo Log (RUMC3)	
0 que mudou	0 que mudou	0 que mudou	0 que mudou	
Entrou	Entrou	Entrou	Entrou	
Saiu	Saiu	Saiu	Saiu	
Standard Corretora	Suiza Barão CCT	XP Investimentos	Investimentos	
Ação	Ação	Ação	Ação	
BB Seguridade ON (BBSE3)	BB Seguridade ON (BBSE3)	BB Seguridade ON (BBSE3)	BB Seguridade ON (BBSE3)	
Equatorial ON (EQTLL)	Equatorial ON (EQTLL)	Equatorial ON (EQTLL)	Equatorial ON (EQTLL)	
Itaú Unihance PN (ITUB4)	Itaú Unihance PN (ITUB4)	Itaú Unihance PN (ITUB4)	Itaú Unihance PN (ITUB4)	
Rico Invest ON (RICO2)	Rico Invest ON (RICO2)	Rico Invest ON (RICO2)	Rico Invest ON (RICO2)	
Suzano Papel PVA (SUZB3)	Suzano Papel PVA (SUZB3)	Suzano Papel PVA (SUZB3)	Suzano Papel PVA (SUZB3)	
Unicorp ON (UNIC3)	Unicorp ON (UNIC3)	Unicorp ON (UNIC3)	Unicorp ON (UNIC3)	
0 que mudou	0 que mudou	0 que mudou	0 que mudou	
Entrou	Entrou	Entrou	Entrou	
Saiu	Saiu	Saiu	Saiu	

Anexo VII – Carteira Valor Julho 2015

02 de Julho de 2015 - Google Chrome

www.valor.com.br/virador/#/edition/43515?page=1&searchingOnNewsstand=true§ion=4&word=carteira%20valor

EU & INCLUI LEGISLAÇÃO & TRIBUTOS

em crise, mais empresas como a Rexam, de Paulo Mota, usam sistemas de avaliação D3

Resiliência financeira

Ações de bancos e de serviços ligados ao setor dominam apostas da Carteira Valor no primeiro semestre. Com ganhos de 9,9%, portfólio bateu Ibovespa no período. Por Beatriz Cutait, de São Paulo

A volatilidade pode ter dificultado bastante a vida de investidor de bolsa no Brasil ao longo do primeiro semestre, mas uma questão permanece: continua em todo o período o peso do setor financeiro dentro dos portfólios. Com um leque de opções cada vez menor, em função de um cenário econômico pouco animador, as corretoras integrantes da **Carteira Valor** têm se mantido fiéis à recomendação de ações de bancos e empresas de serviços financeiros. E o resultado tem sido favorável. O portfólio teve alta de 2,12% no julho e acumulado valorização de 9,9% no semestre, acima do avanço de 6,15% do Ibovespa.

Dentre as dez indicações de julho, cinco estão vinculadas ao setor financeiro: BB Seguridade ON, Cielo ON, Itaú Unibanco PN e Santander Corretora. A Carteira Valor segue com as ações da PNA da Suzano e com as ações do Itaú Unibanco PN.

Fábio Cardoso, analista do BB Investimentos, avalia que a resiliência de bancos no contexto atual da economia justifica a recomendação de suas ações, apesar do arrefecimento do ritmo de

expansão do crédito. Em junho, o Banco Central reviu a projeção de crescimento, de 11% para 9% neste ano. Mas a expectativa se que favoreceu para o longo prazo, pontua Cardoso, ainda que a elevação da alíquota da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) das instituições financeiras tenha pesado sobre a trajetória recente dos papéis.

Com as ações do Itaú em seu portfólio, interrompimento desde agosto de 2014, a Santander Corretora continua confiável no desempenho dos papéis. Análise de Leonardo Miano, estrategista da casa, indica que o retorno sobre patrimônio líquido é maior que o de sua principal concorrente, a Bradesco, e menciona o foco do banco na melhoria da qualidade dos ativos, com a redução da carteira de financiamento de autônomos e a maior exposição a crédito empresarial e habitacional.

Incluídas no portfólio pela primeira vez no ano, as ações da Cielo estão entre as apostas da Avisa Investimentos, por conta do caráter defensivo do negócio, tendo em vista a resiliência e a baixa exposição à atividade econômica. O aumento da participação nos Estados Unidos também é um ponto a favor, segundo a corretora, diante da recuperação em curso no país.



BB Seguridade ON (BBSE3)	Itaú Unibanco PN (ITUB4)
2,25%	-0,28%
6	5

Cielo ON (CIEL3)	Suzano Papel PNA (SUZB5)
9,55%	-0,84%
5	4

Cetip ON (CTIP3)	Klabim UNIT (KLABN1)
2,66%	0,47%
4	3

Ambev ON (ABEV3)	Kroton ON (KROT3)
4,28%	4,02%
2	2

Equatorial ON (EQTL3)	Valid ON (VLID3)
4,08%	-0,35%
2	2

Carteira Valor

Rentabilidade em julho para as ações indicadas em julho

que deve continuar a impulsionar a distribuição de proventos, estão entre as razões para a corretora recomendar as ações da Cielo. A evolução de margens e a geração de caixa consistentes também são mencionadas pela Guilde, que ainda cita expectativas favoráveis para o negócio da empresa, diante de ataques de investimentos em renda fixa, por conta da alta de juros.

Vor Lamber página D2

VINHO E CULTURA EM BORDEAUX
 com Prof. Agnaldo Zúccato
 Visite aos melhores Produtores, Curso na Escola do Vin de Bordeaux.
 11 a 22 de outubro
 Avencas (11) 2057-0955/0287-1703
 www.almatuz.com.br
 www.digustodobordeaux.com.br

Carteira Valor

Desempenho em julho de 2015, em %



Carteira de ações sugeridas para julho por algumas instituições financeiras - rentabilidade em julho

Ativo	Var. %	Volume	Ação	Var. %	Volume	Ativo	Var. %	Volume	Ação	Var. %	Volume
Ativo CTV			BB Investimentos			Bradesco Corretora			ORI Corretora		
BB Seguridade ON (BBSE3)	2,25	362,0	Bradesco PN (BRDE3)	1,76	259,9	BB Seguridade ON (BBSE3)	2,25	362,0	Ambev ON (ABEV3)	4,28	156,8
Bradesco ON (BRDE3)	-4,08	369	Cielo ON (CIEL3)	9,55	216,7	Ambev ON (ABEV3)	4,28	156,8	Cielo ON (CIEL3)	9,55	194,7
Itaú Unibanco PN (ITUB4)	-0,28	474,7	FRB ON (FRB03)	6,62	46,1	Itaú Unibanco PN (ITUB4)	-0,28	474,7	Cielo ON (CIEL3)	9,55	194,7
Suzano Papel PNA (SUZB5)	-0,84	88,9	Kroton ON (KROT3)	4,02	84,8	M. Dias Branco PN (MDIA3)	-4,76	31,2	Suzano Papel PNA (SUZB5)	-0,84	88,9
Valid ON (VLID3)	-0,35	16,0	Paraná Segur. ON (PSA03)	1,33	36,5	TEBRON ON (TEBR03)	8,70	35,0	Valid ON (VLID3)	-0,35	16,0
Cipac media			Q que media			Q que media			Q que media		
Esma - Itaú ON			Esma - Itaú ON			Esma - Itaú ON			Esma - Itaú ON		
SB - Itaú ON			SB - Itaú ON			SB - Itaú ON			SB - Itaú ON		

Instituições financeiras

Desempenho em julho de 2015 - em %

Instituição	Média	Acumulado até maio/15
Ativo CTV	-4,13	12,68
BB Investimentos	4,10	1,96
Bradesco Corretora	0,87	-0,06
ORI Corretora	2,32	14,33
Guilde Investimentos	-1,09	12,88
Fluore Corretora	1,41	4,09
Rico Corretora	-1,14	2,94
Santander Corretora	4,87	4,57
Sua e Banco CDT	0,32	25,85
XP Investimentos	2,88	4,49

Fonte: Banco de Valores e Carteira Valor. Última atualização: 02/07/2015. Os dados são referentes ao período de 01/07/2015 até 31/07/2015. Os dados são referentes ao período de 01/07/2015 até 31/07/2015. Os dados são referentes ao período de 01/07/2015 até 31/07/2015.

Anexo VIII – Carteira Valor Agosto/2015

14 de Agosto de 2015 - Google Chrome

www.valor.com.br/virador/#/edition/43492?page=2&searchOnNewsstand=true§ion=4&word=carteira%20valor

D2 Valor | Terça-feira, 4 de agosto de 2015

EU Investimentos

Cliente bancário não tem para onde correr

Fernando Torres



periodicamente. O brasileiro que conhece serviços bancários sabe bem a fundo disso. Enquanto está fazendo apenas transações corriqueiras, na internet ou através de canais automáticos, tudo OK. Mas basta precisar de alguma diferença para começar o problema. Quer precisa ir ao banco para pagar um boleto ou ver se venceu o cartão de crédito? Ou precisa ir lá para pagar um boleto ou ver se venceu o cartão de crédito? Ou precisa ir lá para pagar um boleto...

Deixei um aplicativo me dizer o que gastar; eis o que aconteceu

Análise

Ben Stevenson

Acabei de passar seis semanas com um aplicativo que observa meus gastos como um ladrão com um MBA. Percebi que eu precisava dele. Sou um jornalista especializado em finanças pessoais sem um orçamento. Estarei gastando demais esta semana? Quanto eu gasto com bebidas? Não tenho a menor ideia. Deveria estar poupando mais? Sou perguntado. O Vale se Silício continua fazendo sobressaídos que ajudam pessoas como eu a manter seus gastos sob controle. Os bancos também estão entrando nessa. Eles temera estar perdendo o juízo com os dados da geração dos Millennials que mal os visitam. Não sou um Millennial por uns dois anos, mas coloquei o Level Money no meu smartphone. O Level Money que dá acesso ao banco de dados de 800 milhões de usuários em um único clique. É gratuito e não exige dos usuários que eles abram uma conta bancária ou tenham um cartão de crédito especial. Adoraria que ele e eu fôssemos amigos. O aplicativo me mostra minhas contas no cartão fátil. Ele foi em frente e analisou meu extrato bancário, identificando meu comportamento e as despesas recorrentes - aluguel, serviços públicos, Netflix - com um detalhe: ajuste ocasional meu. Detona uma mensagem inicial boa. Pode sugerir ajustes de despesas para uma poupança mensal? Tudo bem. Após uma pequena meditação, sugere: "Você está gastando demais esta mês". É certo? Eu acabara de gastar US\$240 com ingressos de teatro e reserva US\$ 500 para um período prolongado. "Um bom dia", disse-me o Level Money outra ocasião. "Seu banco acabou de registrar um grande depósito". Claro que registou. Eu havia acabado de depositar um cheque de US\$ 2.311. Desei transferir parte de minhas economias para um fundo. O Level Money interceptou. Isso como um gasto e motivo: "Você está gastando demais esta mês".



Aplicativo Level Money, gratuito, acompanha os gastos do usuário

quando eu gasta na com creche. Eu também queria saber quanto estava gastando com Uber, Uber, roupas, livros e almoço fora de casa durante a semana. O Level Money também não foi de muita ajuda aqui, muito embora mecessem e eu geralmente uso o cartão de crédito. Ele permitia a você categorizar manualmente cada transação. Isso é muito mais trabalho do que eu gostaria. O problema é em grande parte técnico. O sistema de pagamento coloca as transações em uma categoria geral, com alterações, em um momento ou momento, mas o problema é que os dados não são confiáveis. O site de finanças pessoais Mint.com mostra seus gastos por categoria. mas os usuários precisam fazer o login para corrigir as possíveis falhas. Este mês, por exemplo, minha conta no Mint.com classificou uma conta de US\$ 100 como uma transação de "restaurante". Na verdade o gasto foi feito em uma loja de aluguel de bicicletas. Ao usar o Level Money nas transações simples, como verificar meu saldo, recebi em vez disso uma pergunta: "está gastando o Level Money?". Francamente, não. Após mais de um mês com o Level Money me mostrando meus gastos, percebi que não havia mudado nenhum de meus hábitos. Não tinha uma

visão concreta dos meus gastos. O Level Money monitorava meus gastos, mas eu já podia observar os altos e baixos de meus saldos da conta corrente e do cartão de crédito pelo aplicativo regular do meu banco. Provavelmente há quem já esteja usando o Level Money. Não era em que é fácil gastar com um simples cheque, algumas pessoas certamente precisariam de uma ajuda extra para acompanhar seus gastos. "Disponibilizar uma sensação de clareza", diz o executivo-chefe do Level Money, Jale Fuentes. Alex Sion, presidente do banco on-line Money.com, diz que aplicativos melhores podem ajudar os consumidores a "ser diligentes e manter o controle". Em quarta-feira mais do que ficar atento - eu queria saber sobre o fim do mês, talvez eu tenha comprado a fantasia de que economizar pode ser fácil. Queremos como que por miligramas guardar US\$ 10 aqui, US\$ 5 ali e usar essas economias para ficar milionário. Mas cortar um café com leite demais não é tão significativamente a espontaneidade. Economizar exige uma ponderação cuidadosa de suas prioridades, dia após dia. Os ingressos de teatro ou uma contribuição para o plano de previdência? Um novo sofá ou mais para o pagamento de um imóvel? É chato e difícil, eu sei. Mas não dá para não pensar nisso. Mas deflora ainda são os grandes problemas que nos impedem de economizar. Muitas pessoas ganham muito pouco ou gastam demais em despesas grandes e recorrentes, como aluguel ou hipoteca. E melhor corrigir um erro ou fazer uma mudança de direção? Mudar para um apartamento mais barato ou para uma cidade mais barata? Por enquanto, essas questões são complexas demais para os aplicativos responderem.

Ben Stevenson | colunista do Valor. Em um artigo anterior, escreveu sobre o autor e o aplicativo do Valor. Você pode ler aqui.

Indicações das corretoras

Carteira Valor

Desempenho em julho de 2015, em %

Table showing performance of various investment funds in July 2015. Columns include fund names like BB Siga Invest, Itaú Unibanco FI, etc., and their respective percentage changes.

Table listing recommended stocks for various investment funds. Columns include fund names, stock names, and their performance metrics.

Table listing recommended stocks for various investment funds. Columns include fund names, stock names, and their performance metrics.

Table listing recommended stocks for various investment funds. Columns include fund names, stock names, and their performance metrics.

O conteúdo cada vez mais defasado do livro brasileiro e as perspectivas ainda pessimistas para os próximos meses levaram os dez corretoras participantes do Estíbelo Valor a selecionar juntas apenas 23 ações para apontar e menor número deste ano. Maria Placente, chefe de análise da Planer Corretora, espera um novo ciclo econômico para o mercado, com investidores, principalmente estrangeiros, ainda recessos. Se no Brasil o cenário não saíra de baixos corporativos de segundo trimestre, nas medidas de ajuste fiscal e nos desdobramentos da Operação Lava-Jato, que investiga o esquema de corrupção na Petrobras, no exterior, a atenção recua sobre a China e os novos mercados emergentes em meio da alta de juros nos Estados Unidos.

Anexo IX – Carteira Valor Setembro/2015

02 de Setembro de 2015 - Google Chrome

www.valor.com.br/virador/#/edition/43471?page=1&searchingOnNewsstand=true§ion=4&word=carteira%20valor

Valor INCLUI ESPECIAL MERCADOS FINANCEIROS E DE CAPITALIS

Com motor de 550cv, Jaguar F-Type R Coupé (foto) e Range Rover Sport SVR são dignos das pistas D4

Quando o câmbio salva

Beneficiadas pela valorização do dólar, empresas de papel e celulose — Fibria, Suzano e Klabin — sustentam forte alta no ano e são destaques da Carteira Valor. Por **Beatriz Curtait**, de São Paulo

Só de este ano, o dólar e sua valorização em torno de 38% nos primeiros oito meses de 2015 têm afetado o papel de qualquer outro ativo no Brasil. Na bolsa, embora sejam poucas, há exceções que têm dado alegria de sobra aos investidores. É o caso do bom desempenho respondido em grande parte pelo nome de câmbio.

As ações de Fibria, Suzano e Klabin lideram o ranking de maiores altas do Ibovespa nos seus grupos com apenas 10 papéis. Fibria ON (sobretudo FIBR3), Suzano Papel PNA (SUZB5) e Klabin Unit (KLBNI1), 41%.

Diante dessa trajetória, e também da ausência de outras opções, as três garantiram um lugar na **Carteira Valor** de setembro, com a Fibria como uma das lideranças do portfólio do mês, com três indicações, ao lado dos papéis da BB, empresa que também recebeu três votos e se sobressaiu do dólar mais apreciado em sua avaliação financeira.

Suzano lidera as recomendações, com seis votos. Embora também tenha ficado no "vermelho", a Carteira conseguiu superar o Ibovespa em agosto, com uma queda de 4,32% ante a baixa de 8,33% do índice. No acumulado de 2015, o portfólio segue com valoriza-

ção de 2,38%, enquanto o Ibovespa arregaça perda de 6,76%. Ainda separam os dois os recomendados para setembro os papéis Cielo ON e Valid ON, com cinco votos cada. Itaú Unibanco FIE e BB Seguridade ON, com quatro recomendações; Ambev ON, com três; Kroton ON, com duas.

Em um novo mês de estabilidade do portfólio, com a troca de quatro das cinco ações recomendadas, a equipe do BR Investimentos decidiu indicar BB Seguridade, Itaú Unibanco FIE e Ambev ON. Apesar de a análise ser favorável a Ambev, há que se considerar o momento de maior incertezas.

O foco concentra-se em empresas exportadoras de um lado, por conta do apelo do câmbio, e o setor financeiro do outro — a casa recomendou as ações do brasileiro —, em função de seu peso no Ibovespa. "Há três opções que movem o mercado: expectativa, lançamento e choque. Estamos olhando mais o momento do mercado que ficando apenas no fundamentos", observa Aben.

As condições brasileiras e a política monetária nos Estados Unidos somadas, em agosto, trouxeram incertezas em relação à China, diante do risco de que sua desvalorização seja ainda mais forte. Sendo o Brasil um

país exportador de commodities, empresas com esse perfil tendem a ser as principais afetadas pela situação.

O contexto do setor de papel e celulose, contudo, parece desinteressante do de outros. "Em termos gerais, essas produtoras são as menos afetadas pela China. O setor está no topo da cadeia industrial", diz Aben, que também se em empresas de alimentos, como BB, maior produtora de celulose.

A equipe da Graça Futuro Investimentos Flavia preferiu manter as ações da Klabin na carteira, com a avaliação de que a empresa deve continuar a se beneficiar da demanda doméstica ainda realçável e da diversificação do real em relação ao dólar. A equipe também dá consideração que o novo projeto de reestruturação da companhia (Projeto Fama) pode ajudar as estatísticas, por conta dos elevados preços internacionais da celulose e do baixo custo de operação da planta.

Ver também página D2

Carteira Valor
Rentabilidade em agosto para as ações indicadas em setembro

Suzano Papel PNA (SUZB5)	4,71%	6
Cielo ON (CIEL3)	-12,30%	5
Valid ON (VLID3)	-5,53%	5
Itaú Unibanco PN (ITUB4)	-10,74%	4
BB Seguridade ON (BBSE3)	-8,40%	4
Ambev ON (ABEV3)	-1,90%	3
BRF ON (BRFS3)	-3,27%	3
Fibria ON (FIBR3)	12,47%	3
Klabin Unit (KLBNI1)	-4,57%	3
Kroton ON (KROT3)	-8,98%	2



Carteira de ações sugeridas para setembro por algumas instituições financeiras — rentabilidade em agosto

Ativo	Var. %	Volume*
Ativa Investimentos		
Ambev ON (ABEV3)	-5,06	730,0
BB Seguridade ON (BBSE3)	1,02	469
Cielo ON (CIEL3)	-10,21	465,3
Suzano Papel PNA (SUZB5)	4,71	86,3
Valid ON (VLID3)	5,53	35,2
Q que mudou		
Itaú Unibanco PN (ITUB4)		
Ultrapar ON (ULPAR)		
Graciosa Futuro/Brasil Flavia		
Ambev ON (ABEV3)	-8,40	13,0
Cielo ON (CIEL3)	-12,30	36,0
Klabin Unit (KLBNI1)	-4,57	9,1
Luiza Roman ON (LROM)	-6,52	8,1
Valid ON (VLID3)	5,53	35,2
Q que mudou		
Ambev ON (ABEV3)		
Ultrapar ON (ULPAR)		
Santander Corretora		
BB Seguridade ON (BBSE3)	-8,40	13,0
Fibria ON (FIBR3)	12,47	7,0
Itaú Unibanco PN (ITUB4)	-10,74	46,3
Luiza Roman ON (LROM)	-6,52	8,1
Suzano Papel PNA (SUZB5)	4,71	86,3
Q que mudou		
Ambev ON (ABEV3)		
Ultrapar ON (ULPAR)		
XP Investimentos		
BB Seguridade ON (BBSE3)	8,40	13,0
Cielo ON (CIEL3)	-12,30	36,0
Itaú Unibanco PN (ITUB4)	-10,74	46,3
Luiza Roman ON (LROM)	-6,52	8,1
Suzano Papel PNA (SUZB5)	4,71	86,3
Q que mudou		
Ambev ON (ABEV3)		
Ultrapar ON (ULPAR)		
Bernabeu		
Valid ON (VLID3)	-5,53	
Ambev ON (ABEV3)	2,39	
Ambev ON (ABEV3)	-25,42	
Enovaga		
Valid ON (VLID3)	-5,53	
Ambev ON (ABEV3)	6,26	
Ambev ON (ABEV3)	-20,92	

Anexo X – Carteira Valor Outubro/2015

05 de Outubro de 2015 - Google Chrome


www.valor.com.br/virador/#/edition/43449?page=1&searchingOnNewsstand=true§ion=4&word=carteira%20valor

Valor

EU&

Sábado, domingo e segunda-feira, 3, 4 e 5 de outubro de 2015 | D1

Adam Caller é um dos novos coaches especializados em atuar junto aos universitários. D3



Carteira Valor

Rentabilidade em setembro para as ações indicadas em outubro

Ação	Rentabilidade	Indicações
Valid ON (VLEI3)	-2,53%	5
Itai Unibanco PN (ITUB4)	-0,09%	4
Cielo ON (CEIL3)	-3,71%	4
BB Seguradora ON (BBSE3)	-13,55%	4
Suzano Papel PMA (SUZB9)		9,73%
Ambev ON (ABEV3)		2,51%
BRF ON (BRF53)		1,54%
Kronos ON (KRO3)	-11,18%	3
Fibra ON (FIBR3)		5,04%
Klabir UNIT (KLAB1)		8,00%

Parada estratégica

Falta de visibilidade leva a portfólio recomendado igual ao de setembro, mas agora Valid lidera. Por **Luciana Seabra** de São Paulo

Não há primeira vez desde que foi criada, em 2001, a **Carteira Valor** ficou idêntica à do mês anterior. As dez ações mais indicadas pelas corretoras participantes para outubro são exatamente as mesmas de setembro. Mudou apenas o número de indicações por papel. Valid assumiu o lugar de Suzano Papel na posição de mais indicada, citada por metade das casas. Ainda no portfólio para outubro, Itai Unibanco, Cielo, BB Seguradora e Suzano receberam quatro indicações cada. Em seguida vêm Ambev, BRF, Kronos, Fibra e Klabir, cada uma apontada por três corretoras. "Para montar posição com convicção, é preciso ter algum cenário. E, no momento que estamos agora, é difícil traçar um", diz Ricardo Kim, chefe da área de análise da XP. "Em um ambiente desses, não tem por que ficar mexendo na carteira", completa o analista. A XP contrasta três das corretoras participantes mantiveram para este mês as mesmas cinco indicações de setembro, contribuindo para a manutenção da carteira resultante. Já as demais corretoras têm acertado no prognóstico. Em meio ao prejuízo de 9,95% de Bovespa no ano, a **Carteira Valor** teve ganho de 1,95%. No mês passado, o portfólio de indicadas teve um prejuízo de 0,43%, enquanto o principal índice da bolsa brasileira perdena muito mais, 3,26%.

O prejuízo de setembro não chegou a criar muitas pichadinhas, segundo Lenno Borges, analista da corretora Ativa. "As empresas baratas em geral são as que mais sofrem com o período de crise. Então há motivos para ficarem baratas", afirma. A única empresa que Borges conseguiu ver com algum viés de ficar barata demais é Pão de Açúcar, mas ainda assim ele preferiu deixar o portfólio idêntico ao de setembro. O analista também aponta a falta de previsibilidade dos fatores políticos como motivo para não mexer na carteira. "Nesse cenário, as indicações concentram-se nas empresas que não oscilam tanto no sabor do bovespa". Os analistas estão migrando para essas empresas mais defensivas", diz Borges. A Citi Corretora vai na mesma linha. "Seguimos com uma estratégia de exposição a empresas defensivas, que estão vivendo um bom momento em termos de resultados e que se beneficiam da desvalorização cambial", dizem os analistas em relatório. A empresa com mais indicações para outubro, Valid, é citada como um exemplo de companhia defensiva. Borges, da Ativa, diz que a empresa tem "beta" igual a 0,6, em uma escala em que empresas com beta 1 são as que andam juntas com o bovespa.

Valid é valorizada tanto por sua atuação no setor de serviços financeiros quanto por sua presença no mercado americano. A Ativa chama a atenção para o potencial de crescimento no Estado Unidos, especialmente na troca de cartões magnéticos, ainda predominantes, por cartões com chip, tidos como mais seguros. A Citi ressalta que cerca de 40% da receita da companhia está atrelada ao dólar ou a outros moedas em um cenário de desvalorização do real. A corretora eleva o preço-alvo da companhia para R\$ 55, ante a cotação de R\$ 45,76 do último dia de setembro.

Carteira Valor			
Desempenho em setembro de 2015, em %			
Valid ON (VLEI3)	-2,53%	5	9,73
Itai Unibanco PN (ITUB4)	-0,09%	4	-0,09
Cielo ON (CEIL3)	-3,71%	4	-3,71
BB Seguradora ON (BBSE3)	-13,55%	4	-13,55
Suzano Papel PMA (SUZB9)		9,73%	9,73
Ambev ON (ABEV3)		2,51%	2,51
BRF ON (BRF53)		1,54%	1,54
Kronos ON (KRO3)	-11,18%	3	-11,18
Fibra ON (FIBR3)		5,04%	5,04
Klabir UNIT (KLAB1)		8,00%	8,00
Valor*			123,4

Carteiras de ações sugeridas para outubro por algumas instituições financeiras - rentabilidade em setembro			
Ativa Investimentos	BB Investimentos	Bradesco Corretora	Citi Corretora
Ação	Ação	Ação	Ação
Ambev ON (ABEV3)	Cielo ON (CEIL3)	BB Seguradora ON (BBSE3)	Ambev ON (ABEV3)
Equatorial ON (EQTL3)	Fibra ON (FIBR3)	Cartip ON (CTIP3)	Cartip ON (CTIP3)
Itai Unibanco PN (ITUB4)	Suzano Papel PMA (SUZB9)	Klabir UNIT (KLAB1)	Cielo ON (CEIL3)
Suzano Papel PMA (SUZB9)	Tenda UNIT (TEND3)	M. Dias Branco ON (MDSB3)	Valid ON (VLEI3)
Valid ON (VLEI3)	Ultrapar ON (UGPA3)	Telefônica Brasil PN (VIVT4)	Valid ON (VLEI3)
O que mudou: Nenhum. Carteira em Setembro foi Itai Unibanco PN, BRF ON e Suzano Papel PMA.			
Guarantia Futuro/Brasil Fianst	Guilherme Investimentos	Planner Corretora	Rico Corretora
Ação	Ação	Ação	Ação
BB Seguradora ON (BBSE3)	BRF ON (BRF53)	Bradesco PN (BRDCC4)	Ambev ON (ABEV3)
Cielo ON (CEIL3)	Fibra ON (FIBR3)	BRF ON (BRF53)	Bradesco PN (BRDCC4)
Klabir UNIT (KLAB1)	Itai Unibanco PN (ITUB4)	Kronos ON (KRO3)	BRF ON (BRF53)
Labor Reover ON (LABOV3)	Tenda UNIT (TEND3)	Ultrapar ON (UGPA3)	Cooper ON (COOP3)
Valid ON (VLEI3)	Valid ON (VLEI3)	Valid ON (VLEI3)	Kronos ON (KRO3)
O que mudou: Nenhum. Carteira em Setembro foi Itai Unibanco PN, BRF ON, Cielo ON, Fibra ON, Itai Unibanco PN e Suzano Papel PMA.			
Santander Corretora	XP Investimentos	Rentabilidade	
Ação	Ação	Mês no mês	Bovespa
BB Seguradora ON (BBSE3)	BB Seguradora ON (BBSE3)	Acumulado no mês**	No mês
Fibra ON (FIBR3)	Cielo ON (CEIL3)	Acumulado em 12 meses***	No ano**
Itai Unibanco PN (ITUB4)	Itai Unibanco PN (ITUB4)		Acumulado em 12 meses***
Itasoa PN (ITSA4)	Kronos ON (KRO3)		
Suzano Papel PMA (SUZB9)	Suzano Papel PMA (SUZB9)		
O que mudou: Nenhum. Carteira em Setembro foi Ambev ON, Cielo ON, Fibra ON, Itai Unibanco PN e Suzano Papel PMA.			

Anexo XI – Carteira Valor Novembro/2015

04 de Novembro de 2015 - Google Chrome
www.valor.com.br/virador/#/edicao/43429?page=1&searchingOnNewsstand=true§ion=48&word=carteira%20valor

Valor INCLUI LEGISLAÇÃO & TRIBUTOS

Em 'Ninguém Ama Ninguém por mais de Dois Anos', Cristina Kangussu e Reka Kovcs recriam a moda dos anos 50 D4

POUCAS E BOAS

Apesar de ambiente favorecer renda fixa, quatro ações da Carteira Valor superaram a variação do CDI em 2015, com ganhos acima de 20%. Portfólio defende alta no ano. Por **Beatriz Curtait**, de São Paulo

Estas estão em mira, representam apenas 14 ações de um grupo de 63 que compõem o Ibovespa, o principal índice da bolsa brasileira. Mas fazem a diferença. Em um ano de juros baixos no patamar de 14,25%, o maior em nove anos, não tem sido nada fácil atrair o interesse de investidores para a renda variável.

Esses 14 papéis têm se destacado, contudo, ao apresentar um desempenho superior à variação de 10,77% do Certificado de Depósito Interfinanceiro (CDI), referência das aplicações conservadoras, neste ano. O risco, nesse caso, foi compensado pelo retorno. Equivale a 14 ações altamente recomendadas para a Carteira Valor de novembro. São elas: Raia Drogasil ON, novidade deste mês, com valorização anual de 29,5%; Klabin Unit (KLBN1); Suzano Papel e Celulose PNA (SUZB3); Ambev ON (ABEV3).

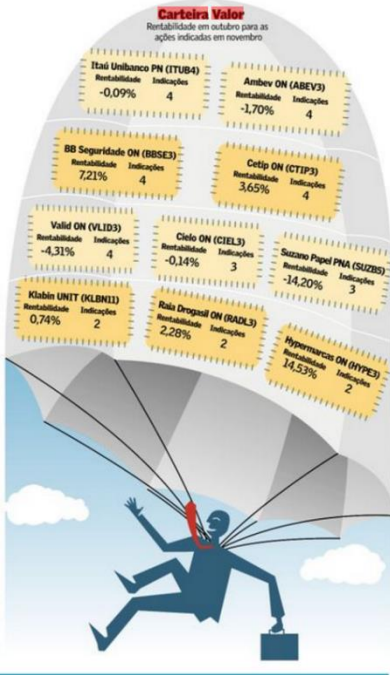
O investidor procura quem em geração de caixa futuro previsível, principalmente empresas de serviços financeiros e de alimentos e bebidas, ou receita diversificada com custo em real, diz Leonardo Milane, estrategista da Santander Corretora.

Rubem Inohara, analista da área de estratégia da Rico Corretora, endossa: "Quais são os setores que se beneficiam neste ano na bolsa? São os das exportadoras. Nessa lista, além das companhias de papel e celulose, destacam-se em 2015 nomes como Braskem e JBS, com alta da ordem de 30%, e Embraer, com monoed de 16,3%.

Apesar da perda de 0,16% no mês passado, a **Carteira Valor** segue com ganho de 1,79% em 2015, portanto acima do Ibovespa, que cai 8,28% no ano, embora tenha subido 1,89 em outubro.

Além de Raia Drogasil, entram no portfólio deste mês as ações de Klabin Unit e da Hypermarcas. Com quatro votos cada, lideram as recomendações de novembro, ao lado de Cetip, Itaú Unibanco PN, Ambev ON, BB Seguridade ON e Valid ON. Cielo ON e Suzano Papel e Celulose PNA foram as apostas de três corretoras cada, enquanto as unidas da Klabin receberam dois votos, mesmo número de Raia Drogasil e Hypermarcas.

Ainda que defendida uma das melhores opções de investimento em 2015, as ações da Suzano pesaram em outubro, com que-



Carteiras de ações sugeridas para novembro por algumas instituições financeiras - rentabilidade em outubro

Ativa Investimentos	BB Investimentos	Bradesco Corretora	Citi Corretora	Instituições Financeiras
Ação	Ação	Ação	Ação	Ação
Equatorial ON (EQTL3)	Ambev ON (ABEV3)	BB Seguridade ON (BBSE3)	Ambev ON (ABEV3)	Desempenho em outubro de 2015 - em %
Itaú Unibanco PN (ITUB4)	Bradesco PN (BRBDO4)	Get PN (GOL4)	Cetip ON (CTIP3)	Mélio
Raia Drogasil ON (RADL3)	Hypermarcas ON (HYPER3)	Hypermarcas ON (HYPER3)	Cielo ON (CIEL3)	Acumulado
Suzano Papel PNA (SUZB3)	Itaú Unibanco PN (ITUB4)	M Dias Branco ON (MGBA3)	Klabin UNIT (KLBN1)	em 12 meses
Valid ON (VLID3)	Raia Drogasil ON (RADL3)	Quilbras ON (QUIL3)	Valid ON (VLID3)	
Q que mudou	Q que mudou	Q que mudou	Q que mudou	
Adesão Raia Drogasil ON	Adesão Ambev ON, Bradesco PN, Hypermarcas ON, Itaú Unibanco PN e Raia Drogasil ON	Adesão Itaú Unibanco PN, Hypermarcas ON e Suzano Papel PNA	Adesão Itaú Unibanco PN e Suzano Papel PNA	
Saída Ambev ON	Saída Ambev ON, Bradesco PN, Hypermarcas ON, Itaú Unibanco PN, Raia Drogasil ON, Suzano Papel PNA, Tercos UNIT e Valid ON	Saída Bradesco PN, BBF ON, Braskem ON e Klabin ON	Saída Bradesco PN e Braskem ON	
Geração Futuro/Brasil Fintech	Guia Investimentos	Fluor Corretora	Rico Corretora	Bradesco Corretora
Ação	Ação	Ação	Ação	Ação
BB Seguridade ON (BBSE3)	BR Multi Part. ON (BRML3)	Ambev ON (ABEV3)	Ambev ON (ABEV3)	BB Investimentos
Cetip ON (CTIP3)	Cetip ON (CTIP3)	Liquor Reviver ON (LRRV3)	BBF ON (BBF3)	BB Corretora
Cielo ON (CIEL3)	Suzano Papel PNA (SUZB3)	Tercos UNIT (TERC3)	Casos ON (CASO3)	Citi Corretora
Klabin UNIT (KLBN1)	Tercos UNIT (TERC3)	Ultramar ON (UGAR3)	Itaú Unibanco PN (ITUB4)	Geração Futuro/Brasil Fintech
Valid ON (VLID3)	Valid ON (VLID3)	Weg ON (WEG3)	Localiza ON (LOCA3)	Guia Investimentos
Q que mudou	Q que mudou	Q que mudou	Q que mudou	Fluor Corretora
Adesão Cetip ON, Cielo ON e Suzano Papel PNA	Adesão Itaú Unibanco PN, Cetip ON e Suzano Papel PNA	Adesão Ambev ON, Liquor Reviver ON, Tercos UNIT e Weg ON	Adesão Citi Unibanco PN e Localiza ON	Rico Corretora
Saída Cetip ON	Saída Cetip ON, Cielo ON e Suzano Papel PNA	Saída Bradesco PN, BBF ON, Braskem ON e Klabin ON	Saída Bradesco PN e Braskem ON	Santander Corretora
Santander Corretora	XP Investimentos	Rentabilidade	Despesas	XP Investimentos
Ação	Ação	Mês de maio	em 12 meses	Ação
BB Seguridade ON (BBSE3)	BB Seguridade ON (BBSE3)	Acumulado no ano**	Acumulado em 12 meses**	BB Seguridade ON (BBSE3)
Cetip ON (CTIP3)	Cielo ON (CIEL3)	No ano**	No ano**	Cetip ON (CTIP3)
Fibra ON (FIBRA3)	Itaú Unibanco PN (ITUB4)	-0,28	-0,28	Fibra ON (FIBRA3)
Raia Drogasil ON (RADL3)	Suzano Papel PNA (SUZB3)	-0,99	-0,99	Raia Drogasil ON (RADL3)
Q que mudou	Q que mudou			Suzano Papel PNA (SUZB3)
Adesão Cetip ON e Cielo ON	Adesão Cetip ON e Cielo ON			Valid ON (VLID3)
Saída Itaú Unibanco PN e Suzano Papel PNA	Saída Itaú Unibanco PN e Suzano Papel PNA			

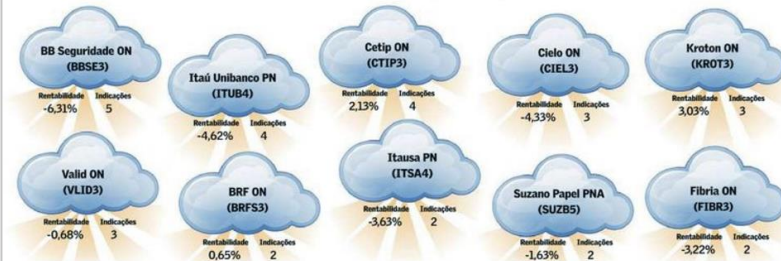
Anexo XIII – Carteira Valor Janeiro/2016

05 de Janeiro de 2016 - Google Chrome

www.valor.com.br/virador/#/edition/43389?page=1&searchingOnNewsstand=true§ion=4&word=carteira%20valor



Carteira Valor
Rentabilidade em dezembro de 2015 para as ações indicadas em janeiro de 2016



Fé no setor financeiro

Segmento volta a comandar Carteira Valor de janeiro, em companhia de exportadoras. Portfólio rendeu 4% em 2015, ante queda de 13% do Ibovespa. Por Luciana Seabra, de São Paulo

Se virada de ano é tempo de renovar as expectativas, o voto das corretoras vai para o setor financeiro. BB Seguridade, Itaú Unibanco e Cielo, presentes na Carteira Valor em todos os meses do ano passado, voltam com peso em janeiro. A insistência na tese de resiliência do segmento não é algo aos retornos passados. Pelo contrário, BB Seguridade, na liderança, escolhida por metade das corretoras para abrir o ano, teve prejuízo de 20,22% em 2015. Itaú Unibanco, indicada por quatro, teve queda de 12,48%. E Cielo, com três votos, caiu 1,47% no ano passado.

O portfólio para janeiro tem ainda Cetip, Itaúsa e Valid. Dessa forma, seis das dez indicações para começar o ano têm ties ligadas ao setor financeiro. Completam o grupo Kroton, BRF, Suzano Papel e Fibra. Ao contrário do segmento financeiro, as empresas de papel e celulose, também presenças recorrentes em 2015, deram retorno no ano. Suzano entregou 70,52% e Fibra, 71,44%. As duas foram escolhidas importantes para a desempenho da Carteira Valor com um ganho de 4% no ano passado, bastante superior ao Ibovespa, principal índice da bolsa, que teve prejuízo de 13,31%.

No setor financeiro, a queda é vista como oportunidade de entrada. "São empresas com bons fundamentos, mas que sofreram bastante no fim do ano passado. Abriu uma boa margem de segurança", afirma Ricardo Kim, chefe da área de análise da XP. Para ele, com o maior peso no Ibovespa hoje, o setor financeiro foi abalado principalmente pelo movimento generalizado nos últimos meses de fuga de capital de ativos de risco.

Comparar BB Seguridade, que teve mais de dez indicações em todos os meses de 2015, é para Kim, uma forma de se expor ao juro elevado, que deve subir ainda mais neste ano, favorecendo o resultado financeiro da empresa, que responde por quase um terço do geral. Este também é um motivo para a escolha da Citi Corretora, que considera a companhia uma "excelente opção defensiva", com expectativa de crescimento de lucros anual média superior a 10% ao ano pelos próximos três anos.

A perspectiva de crescimento de dois dígitos no lucro é compartilhada para a Cetip, na visão do Citi, que considera o modelo de negócio defensivo, com cerca de 40% da receita vinda de ativos sob custódia, pouco cíclicos. O Itaú compõe o trio preferido das corretoras, pelo preço atrativo, depois da desvalorização em 2015, e também pela qualidade da gestão. Os controles de despesas administrativas têm mostrado resultados positivos, com crescimento a taxas inferiores aos das receitas com tarifas bancárias, destaca a Ativa

Carteira Valor

Desempenho em dezembro de 2015, em %



Carteiras de ações superadas para janeiro de 2016 por algumas instituições financeiras - rentabilidade em dezembro de 2015

Ativa Investimentos	Var. %	Volume*	Ativa Investimentos	Var. %	Volume*	Bradesco Corretora	Var. %	Volume*	Citi Corretora	Var. %	Volume*
Equatorial ON (EQTL3)	-1,62	6/18	Bradesco PNA (BRPM5)	5,34	50,2	BB Seguridade ON (BBSE3)	-6,31	138,8	Ambev ON (ABEV3)	-3,56	251,0
Itaú Unibanco PN (ITUB4)	-4,62	503,5	Itaú Unibanco PN (ITUB4)	-4,62	503,5	Energias do Brasil ON (ENBR3)	3,65	235	BB Seguridade ON (BBSE3)	-6,31	138,8
São Martinho ON (SMO13)	-4,66	9,5	Multipos ON (MPLT3)	-1,06	11,8	Imparciais ON (IMPIC3)	3,09	94,9	BRF ON (BRFS3)	0,65	196,5
Suzano Papel PNA (SUZB5)	-1,63	104,0	Salemg ON (SSSP3)	0,05	22,7	Kroton ON (KROT3)	3,03	114,4	Cetip ON (CTIP3)	2,13	675
Valid ON (VLID3)	-0,68	16,5	Tapej ON (TAPJ3)	-6,45	6,2	Telefônica Brasil PN (VIVV4)	-3,06	873	Suzano Papel PNA (SUZB5)	-1,63	104,0

* Para mais detalhes, consulte o relatório de desempenho da Carteira Valor no site www.valor.com.br. Os dados são referentes ao período de 01/01/2015 a 31/12/2015. A rentabilidade é calculada com base no preço de fechamento em 31/12/2015 e no preço de abertura em 01/01/2015. O volume é calculado com base no número de ações indicadas em 01/01/2016. Os dados são em reais e em milhares de reais, exceto quando indicado o contrário. Os dados são em reais e em milhares de reais, exceto quando indicado o contrário. Os dados são em reais e em milhares de reais, exceto quando indicado o contrário.

Anexo XIV – Carteira Valor Fevereiro/2016

02 de Fevereiro de 2016 - Google Chrome

www.valor.com.br/virador/#/edition/43369?page=1&searchingOnNewsstand=true§ion=4&word=carteira%20valor

Valor INCLUI LEGISLAÇÃO & TRIBUTOS

EU &

Michael Burry foi um dos poucos que apostou na crise e fez de 2008 o grande ano de sua vida D3

Carteira Valor
Rentabilidade em janeiro para as ações indicadas em fevereiro

BB Seguridade ON (BBSE3) Rentabilidade: -4,93% Indicações: 6	Itaú Unibanco PN (ITUB4) Rentabilidade: -5,19% Indicações: 4	Cetip ON (CTIP3) Rentabilidade: 1,97% Indicações: 4	BBF ON (BRFS3) Rentabilidade: -11,98% Indicações: 3	Ambev ON (ABEV3) Rentabilidade: 4,54% Indicações: 2	Weg ON (WEGE3) Rentabilidade: 3,41% Indicações: 3	Claro ON (CIEL3) Rentabilidade: 0,83% Indicações: 2	Itausa PN (ITSA4) Rentabilidade: 0,00% Indicações: 2	Ultrapar ON (UGPA3) Rentabilidade: -1,77% Indicações: 2
---------------------------------------------------------------------------	---------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------	----------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------	-------------------------------------------------------------------	----------------------------------------------------------------------

O melhor ataque é a defesa

Além de setor financeiro, Klabin, Weg, Ambev e Ultrapar, novidades de fevereiro para a Carteira Valor, são tidas como opções de baixo risco na bolsa. Por **Luciana Seabra, de São Paulo**

Quando os preços caem, é a deixa para comprar, diz a maioria do investidor de bolsa. Com um mês desastroso forte na memória, entretanto, as recomendações para o portfólio de fevereiro estão mais defensivas do que nunca. DIFÍCIL optar depois de um janeiro em que ninguém se salvou. A Carteira Valor perdeu 6,8%, quase em linha com o prêmio de 6,79% do Ibovespa, principal índice da bolsa brasileira.

"Poucas empresas conseguiram sobreviver nesse ambiente tão negativo", diz Luis Gustavo Pereira, estrategista da Guide, cujas indicações tiveram o melhor desempenho em janeiro, queda de 1,25%. "O investidor tem de continuar muito seletivo e defensivo", completa. "Para fevereiro, dada a ausência de indicadores positivos relevantes para a bolsa, optamos por uma estratégia defensiva", escrevem também os analistas do BB In-

vestimentos Hamilton Alves, José dos Anjos e Renato Odio. É o caso o ritmo das indicações. "Excelente opção defensiva", aponta a Citi Corretora; "dividend yield interessante em 2016", estima a Geração Futuro; "perfil de risco da empresa baixo", considera a Guide Investimentos – todas essas justificativas para empregar a tese de BB Seguridade. A empresa ganhou um reforço em relação a janeiro e lidera o portfólio de fevereiro com seis indicações. A expectativa de retorno com dividendos varia entre 8,78 e 7,28%.

Ainda na toada financeira, Itaú Unibanco e Cetip têm, cada uma, quatro indicações. O Itaú é visto pela Ativa Investimentos como o melhor escudo no setor bancário contra a recente elevação de inadimplência. A BB Investimentos ressalta a expectativa positiva em relação ao balanço de 2015, cujo anúncio é esperado para hoje. Começa a

holding controladora Itausa, com duas indicações, é para a Flanzer em uma forma mais barata de se expor ao banco.

Cetip, indica a Citi, conta com um modelo de negócios bastante defensivo, com cerca de 40% da receita proveniente de ativos sob custódia, dependendo menos de linhas de negócios mais cíclicas. No caso de Claro, com duas indicações, a XP Investimentos destaca "a resiliência do ativo relativamente aos demais setores da bolsa".

Mesmo a defesa das montas, que não estavam no portfólio de janeiro, têm tons defensivos. Weg surge em fevereiro já com três indicações depois de ter subido 3,41% em janeiro. "Se você olhar o histórico, sempre que o mercado sofre, a ação cai menos", diz Mário Roberto Marianne, chefe de análise da Flanzer. O dólar em patamar alto ajuda a fabricante de motores elétricos – 38,28 das vendas são hoje fora do Brasil.

A tese de não afundar na companhia do mercado também serve para Ultrapar, segundo Marianne. A empresa estreia em fevereiro na carteira com duas indicações. A boa gestão, a expectativa de bons resultados no quarto trimestre de 2015 e a expectativa de abertura de novos pontos de venda em 2016 faz a Flanzer ver a ação de Ultrapar em R\$ 74, ou seja, uma valorização potencial de mais de 25%.

Além de Weg e Ultrapar, Klabin e Ambev são novidades para fevereiro. A produtora de papéis Klabin, com três indicações, é segundo a Rico Corretora um ativo defensivo, que pode se beneficiar da forte volatilidade no mês, também com expectativa de aumento no volume de exportações. Do total da receita, 30% estão em moeda forte, destaca a Geração Futuro.

Para a Ambev, o Citi destaca também o efeito positivo do câmbio, assim como espera con-

tribuição maior do segmento premium de bebidas para a margem. "Por fim, a forte geração de caixa e a boa distribuição de dividendos conferem características defensivas ao papel", escrevem os analistas.

Depois de a empresa ser aprovada no requisito de posição defensiva, a queda de preço recente entra em cena. Esse é o caso de BBF, sobre a qual Citi e Flanzer argumentam que a preocupação sobre o desempenho no mercado doméstico foi exagerada, de tal forma que o atual patamar das ações oferece oportunidade de compra. "Acreditamos que a recente underperformance faz com que o papel esteja sendo negociado a múltiplos interessantes", aponta também a Geração Futuro sobre BB Seguridade. E a Rico vê a cotização de Itaú como convidativa. (Colaboração Sérgio Inakata)

Carteira Valor
Desempenho em janeiro de 2016, em %

BB Seguridade ON (BBSE3)	Itaú Unibanco PN (ITUB4)	Cetip ON (CTIP3)	Claro ON (CIEL3)	Klabin ON (KLBIN3)	Weg ON (WEGE3)	BBF ON (BRFS3)	Itausa PN (ITSA4)	Suzano Papel PMA (SUZP3)	Fibra ON (FIBR3)
-4,93	-5,19	1,97	0,83	-10,81	-1,36	-11,98	0,00	-14,66	-15,09
136,9	499,2	73,7	173,1	129,4	16,9	180,9	158,5	99,6	92,9

Carteiras de ações sugeridas para fevereiro por algumas instituições financeiras - rentabilidade em janeiro

Ativa Investimentos	BB Investimentos	Bradesco Corretora	Citi Corretora	Instituições Financeiras
<p>Ação</p> <p>Equatorial ON (EQTL3) 5,64 55,1</p> <p>Itaú Unibanco PN (ITUB4) -5,19 499,2</p> <p>São Martinho ON (SMRT3) 4,39 99</p> <p>Suzano Papel PMA (SUZP3) -16,66 99,6</p> <p>Weg ON (WEGE3) -6,36 16,9</p> <p>Q que mudou</p> <p>Novas</p> <p>Estrem Investimentos ON, Klabin UNIT e Ultrapar ON</p> <p>Itaú Unibanco PN, Klabin UNIT e Itaú ON</p>	<p>Ação</p> <p>Hypermarcas ON (HYPE3) 2,95 58,0</p> <p>Itaú Unibanco PN (ITUB4) -5,19 499,2</p> <p>Klabin UNIT (KLBIN3) -30,45 73,8</p> <p>Sabesp ON (SBSP3) 12,67 28,9</p> <p>Ultrapar ON (UGPA3) -1,77 102,5</p> <p>Q que mudou</p> <p>Estrem Investimentos ON, Klabin UNIT e Ultrapar ON</p> <p>Itaú Unibanco PN, Klabin UNIT e Itaú ON</p>	<p>Ação</p> <p>BB Seguridade ON (BBSE3) -4,93 136,9</p> <p>BBF ON (BRFS3) -11,98 180,9</p> <p>Energias do Brasil ON (ENBR3) 0,66 22,5</p> <p>Hypermarcas ON (HYPE3) 2,95 58,0</p> <p>Telefônica Brasil PN (VIVV4) 1,34 76,0</p> <p>Q que mudou</p> <p>Estrem Investimentos ON</p> <p>BBF ON</p> <p>BB Seguridade ON</p>	<p>Ação</p> <p>Ambev ON (ABEV3) 4,54 234,7</p> <p>BB Seguridade ON (BBSE3) -4,93 136,9</p> <p>Cetip ON (CTIP3) 1,97 73,7</p> <p>BBF ON (BRFS3) -11,98 180,9</p> <p>Ultrapar ON (UGPA3) -1,77 102,5</p> <p>Weg ON (WEGE3) 3,41 16,9</p> <p>Q que mudou</p> <p>Estrem Investimentos ON, Klabin UNIT e Itaú ON</p> <p>Ambev ON, Klabin UNIT e Itaú ON</p>	<p>Desempenho em janeiro de 2016, em %</p> <p>Média Acumulada mês no ano ***</p> <p>Ativa Investimentos -3,20 -3,20</p> <p>BB Investimentos -3,16 -3,16</p> <p>Bradesco Corretora -2,89 -2,89</p> <p>Citi Corretora -5,01 -5,01</p> <p>Geração Futuro/Brasil Plural -3,75 -3,75</p> <p>Guide Investimentos -1,25 -1,25</p> <p>Planner Corretora -1,30 -1,30</p> <p>Rico Corretora -3,29 -3,29</p> <p>Santander Corretora -4,27 -4,27</p> <p>XP Investimentos -2,04 -2,04</p>

Anexo XV – Carteira Valor Março/2016

02 de Março de 2016 - Google Chrome

www.valor.com.br/virador/#/edition/43350?page=1&searchingOnNewsstand=true§ion=4&word=carteira%20valor

Valor
INCLUI LEGISLAÇÃO & TRIBUTOS

Em duas configurações de motorização, Jaguar XF compete com sedãs médios de luxo D4

Seleção de Investimentos

Escolhas para a Carteira Valor de março privilegiaram companhias mais aptas a resistir a cenários de forte estresse. Por Sérgio Tauhata e Alessandra Belotto, de São Paulo

Em meio a um ambiente econômico de recessão, com impactos relevantes para os negócios das empresas, evocar a teoria evolucionista tem sido o caminho de boa parte dos analistas na hora de selecionar ações. Em lugar de focar, principalmente, no potencial de valorização, as corretoras participantes da Carteira Valor recorreram para março companhias com gestão reconhecida e resultados sólidos, considerados fatores-chave para resistir à turbulência.

"As empresas que queremos usar num momento de dificuldade são aquelas que possuem boas práticas de governança e não são apenas defensores ganharam ainda mais peso nas indicações da carteira. BB Seguridade, por exemplo, tem perfil de risco baixo e alto potencial de crescimento [de resultados]", conforme avaliação de Rafael Ohnishi, analista da Guilde Investimentos, desponta como grande nome da carteira, com oito votos, entre dez possíveis. Já Itaú Unibanco, Ultrapar e Klabin, que também apresentaram balanços sólidos no quarto trimestre, foram apontados por quatro casas cada.

Os quatro papéis já faziam parte do portfólio de fevereiro e ganharam reforço em número de indicações, com exceção de Itaú que manteve quatro votos. A car-

teira de março se completa com São Martinho, BRF Itaipava, Suzano Papel, Fibria e Telefônica/Vivo. Na virada do mês, salaram Carlo, Weg, Ambev e Celig - todas com desempenho fraco em fevereiro.

Mês passado, a carteira, com alta de 0,23%, perdeu para o Ibovespa, que subiu 5,91% em meio a um ralli ocasionado pela alta do petróleo e melhora do cenário externo. Em 12 meses, o portfólio ainda mantém dianteira, com recuo de 5,08% ante queda de 17,04% do principal índice da bolsa.

A seleção do portfólio de março, BB Seguridade, é vista como um papel que, além de geração de receita diversificada e distribuição atrativa de dividendos, beneficia-se, em termos de resultados, das taxas de juros elevadas. "Uma das virtudes da companhia é sua capacidade de adaptação aos diferentes cenários", afirma Ohnishi, da Guilde.

Os analistas Daniel Altmann, Bruno Arruda e Rafael Frede, do Bradesco, classificam, em relatório, a geração de seguros do BB como um "caso único". Conforme o IBO, a empresa combina diversas características atraentes, como geração de caixa substancial, alto "dividend yield", lucros recorrentes, alto crescimento e receitas baseadas em tarifas. Kim, da XP, acrescenta ainda que o "valor" atual da ação do BB (múltiplo preço da ação sobre lucro por ação, que indica o tempo em anos necessário para se ob-

Carteira Valor

RENTABILIDADE em fevereiro para as ações indicadas em março

BB Seguridade ON (BBSE3)	Itaú Unibanco PN (ITUB4)
Rentabilidade: 7,87%	Rentabilidade: 4,33%
Indicações: 8	Indicações: 4

Ultrapar ON (UGPA3)	Klabin UNIT (KLBN11)
Rentabilidade: 7,22%	Rentabilidade: 3,05%
Indicações: 4	Indicações: 4

São Martinho ON (SMT03)	BRF ON (BRFS3)
Rentabilidade: 2,03%	Rentabilidade: 6,57%
Indicações: 3	Indicações: 2

Itaipava PN (ITSA4)	Suzano Papel PNA (SUZ03)
Rentabilidade: 1,64%	Rentabilidade: 3,45%
Indicações: 2	Indicações: 2

Fibria ON (FIBR3)	Telefônica Brasil PN (VIVV4)
Rentabilidade: -0,14%	Rentabilidade: 9,90%
Indicações: 2	Indicações: 2

Carteira Valor

Desempenho em fevereiro de 2016, em %



Valor	BB Seguridade ON (BBSE3)	Itaú Unibanco PN (ITUB4)	Celg ON (CTP3)	BRF ON (BRFS3)	Klabin UNIT (KLBN11)	Weg ON (WEG3)	Ambev ON (ABEV3)	Celis ON (CIEL3)	Itaiva PN (ITSA4)	Ultrapar ON (UGPA3)
Valor	129,0	429,6	78,1	162,9	68,1	35,2	225,0	187,2	145,2	97,6

Carteiras de ações sugeridas para março por algumas instituições financeiras - rentabilidade em fevereiro

Instituição	Ativa Investimentos	BB Investimentos	Bradesco Corretora	Citi Corretora	Instituições financeiras (Média Acumulada em % ano)**
Agência	BB Seguridade ON (BBSE3)	BB Seguridade ON (BBSE3)	BB Seguridade ON (BBSE3)	BB Seguridade ON (BBSE3)	2,83
Agência	Itaú Unibanco PN (ITUB4)	BRF ON (BRFS3)	BRF ON (BRFS3)	BRF ON (BRFS3)	-0,46
Agência	São Martinho ON (SMT03)	Ambev ON (ABEV3)	Ambev ON (ABEV3)	Ambev ON (ABEV3)	6,68
Agência	Klabin UNIT (KLBN11)	Klabin UNIT (KLBN11)	Klabin UNIT (KLBN11)	Klabin UNIT (KLBN11)	1,38
Agência	Ultrapar ON (UGPA3)	Ultrapar ON (UGPA3)	Ultrapar ON (UGPA3)	Ultrapar ON (UGPA3)	8,42
Agência	Suzano Papel PNA (SUZ03)	Suzano Papel PNA (SUZ03)	Suzano Papel PNA (SUZ03)	Suzano Papel PNA (SUZ03)	5,29
Agência	Vivo PN (VIVV4)	Vivo PN (VIVV4)	Vivo PN (VIVV4)	Vivo PN (VIVV4)	-1,11
Agência	Fibria ON (FIBR3)	Fibria ON (FIBR3)	Fibria ON (FIBR3)	Fibria ON (FIBR3)	-4,07
Agência	Carlo ON (CARO3)	Carlo ON (CARO3)	Carlo ON (CARO3)	Carlo ON (CARO3)	0,08
Agência	Weg ON (WEG3)	Weg ON (WEG3)	Weg ON (WEG3)	Weg ON (WEG3)	-3,74
Agência	Ambev ON (ABEV3)	Ambev ON (ABEV3)	Ambev ON (ABEV3)	Ambev ON (ABEV3)	1,76
Agência	Celis ON (CIEL3)	Celis ON (CIEL3)	Celis ON (CIEL3)	Celis ON (CIEL3)	0,61
Agência	Itaiva PN (ITSA4)	Itaiva PN (ITSA4)	Itaiva PN (ITSA4)	Itaiva PN (ITSA4)	4,22
Agência	Ultrapar ON (UGPA3)	Ultrapar ON (UGPA3)	Ultrapar ON (UGPA3)	Ultrapar ON (UGPA3)	-0,79
Agência	Suzano Papel PNA (SUZ03)	Suzano Papel PNA (SUZ03)	Suzano Papel PNA (SUZ03)	Suzano Papel PNA (SUZ03)	1,50
Agência	Vivo PN (VIVV4)	Vivo PN (VIVV4)	Vivo PN (VIVV4)	Vivo PN (VIVV4)	-2,83
Agência	Fibria ON (FIBR3)	Fibria ON (FIBR3)	Fibria ON (FIBR3)	Fibria ON (FIBR3)	0,77
Agência	Carlo ON (CARO3)	Carlo ON (CARO3)	Carlo ON (CARO3)	Carlo ON (CARO3)	-4,32

Anexo XVI – Carteira Valor Abril/2016

04 de Abril de 2016 - Google Chrome

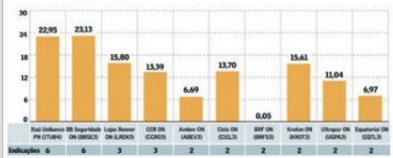
www.valor.com.br/irador/#/edicao/43328?page=11&searchingOnNewsstand=true§ion=3&word=carteira%20valor

CID | Valor | Sábado, domingo e segunda-feira, 2, 3 e 4 de abril de 2016

Finanças

Carteira Valor

Rentabilidade em março para as ações indicadas em abril - em %

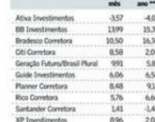


Desempenho em março de 2016, em %



Instituições financeiras

Desempenho em março de 2016, em %



Carteiras de ações sugeridas para abril por algumas instituições financeiras - rentabilidade em março

Ativa Investimentos	BB Investimentos	Bradesco Corretora	Citi Corretora	Geração Futuro/Brazil Plural
Ação	Var. %	Var. %	Var. %	Var. %
BB Multi Part. ON (BRML3)	5,58	44,5	13,99	68,3
Equatorial ON (EQTL3)	6,97	0,05	30,83	32,3
Itaú Unibanco PN (ITUBPA)	22,95	480,0	22,95	480,0
Rioa Dragage ON (RAGL3)	13,72	6,96	15,85	18,4
São Martinho ON (SMAT03)	12,5	22,5	32,94	29,2

Carteira Valor, rentabilidade

3,08%	Média no mês	-3,51%	Acumulado no ano**	-4,78%	Acumulado em 12 meses**	16,97%	No mês	15,47%	No ano**	-2,14%	Em 12 meses**
-------	--------------	--------	--------------------	--------	-------------------------	--------	--------	--------	----------	--------	---------------

Investimentos Empresas ligadas à dinâmica interna tomam espaço de exportadoras na Carteira Valor para abril Câmbio dá lugar à economia doméstica

Jaciana Soares de São Paulo

des são Lojas Renner e CCR, companhias, já que parte da divida é atrelada ao índice de preços. Com a inflação mais sob controle e a expectativa de que os juros não sejam elevados, a CCR deve ter um segundo trimestre muito melhor do que o mesmo período do ano passado, afirma Halgren. Por enquanto, a melhor fica concentrada no lado financeiro, considerando o crescimento na receita por conta do maior volume de veículos nas rodovias de demonstrar. Como esse é um papel tradicionalmente escolhido pelo investidor estrangeiro, que tem voltado às compras na bolsa brasileira, o analista do Banco de Brasil acredita que há potencial de alta nos preços dos atuais R\$ 14 para mais de R\$ 17.

Atree para Ambev também está ligada ao consumo, com a expectativa das corretoras de que a empresa anore no segundo trimestre, ou que deve favorecer a margem Ebitda (lida em inglês para lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização). Apesar do preço que ocorre pelo aumento de impostos sobre bebidas, a empresa consegue manter forte geração de caixa e distribuição regular de dividendos, aponta a Geração Futuro.

Sobre a exposição ao câmbio, como exportadora, o Citi destaca que Ambev está positivamente atrelada à devaloração do real, já que tem 'hedge' em patamares confortáveis frente ao preço anual do dólar, ou seja, montou operações financeiras para se proteger da volatilidade da moeda.

O setor de educação volta a aparecer no portfólio de abril representado por Kroton, mesmo depois do retorno de 15,61% em março. Para Rafael Ohmachi, analista da Guia Investimentos, foram mitigados os riscos atrelados ao setor, surgidos na virada do ano com as mudanças nas regras do Fies, programa de financiamento estudantil do governo federal.

Entre as companhias do segmento, considera Ohmachi, Kroton destaca-se pela agilidade da equipe de gestão, que conseguiu reestruturar a empresa mesmo em meio a mudanças econômicas e regulatórias. O quadro financeiro, soma, é confortável.

O argumento de boa gestão, que faz a empresa se destacar em meio aos pares, aparece ainda na defesa da distribuidora de energia elétrica Equatorial. Os analistas da Ativa Investi-

mentos destacam a capacidade da empresa de incorporar rapidamente as aquisições, como da paranece Ceipa. E afirmam ainda que têm expectativa de novas compras no segmento de distribuição.

Equanto a tese das exportadoras ficou no passado, a do setor financeiro persiste. Além da novata Cielo, apontada por duas corretoras, Itaú Unibanco e BB Seguridade voltam a reinar, companhias com set indicativos cada. E, nesse caso, o rally de março foi expressivo. A ação do Itaú subiu 22,95% e a da BB Seguridade, 21,11%. Cielo vem um pouco atrás, com 13,70%.

Cielo conta com consistente histórico de resultados e expectativa de aceleração no crescimento de lucros ao longo dos próximos anos por meio da redução da alavancagem financeira, aponta a Citi Corretora. Nos cálculos da equipe da casa, isso vai proporcionar simultaneamente o aumento dos dividendos e a queda da relação entre dívida líquida e Ebitda, de 1,8 vez para 0,5 vez em 2018.

Ao trocar BRF por Cielo nas indicações para o portfólio de abril, o Citi indicou que teve a intenção de reduzir a postura defensiva. "Em virtude da melhora na percepção de risco, mas não esquecendo os fundamentos macroeconômicos ainda bastante fracos, estamos elevando ligeiramente o beta da carteira", escreve a equipe.

Há mais de um ano na Carteira Valor, Itaú Unibanco também é um caminho para maior aderência do portfólio ao desempenho do Índice, de acordo com o Citi, pela grande representatividade no Ibovespa. Além disso, considera que o banco tem apresentado resultados consistentemente acima das expectativas e paga dividendos acima da média do mercado.

Itaú Unibanco é também uma indicação da Ativa pela capacidade histórica de reagir bem a períodos de elevada inadimplência. As despesas administrativas, apontam os analistas da corretora, têm crescido a taxas inferiores à tarifa bancária.

Fechando o trio financeiro, BB Seguridade, também figura na perda no portfólio há mais de um ano, é uma excelente opção defensiva segundo a equipe do Citi. Os lucros devem crescer em um patamar médio superior a 10% ao ano, estima, pelos próximos três anos.

Rendas obtidas no exterior estão sujeitas ao imposto brasileiro

IR 2016

dever ser reportadas na declaração de ajuste anual. Os princípios constitucionais que regem o imposto de renda determinam que a totalidade das rendas do contribuinte esteja sujeita ao imposto de renda brasileiro (CF, art. 153, §2º, I), sem diferenciar entre rendas auferidas no Brasil ou exterior.

Em suma, os ganhos auferidos no exterior serão tributados como rendimentos ouanhos de capital. Quando se tratar de rendimento, a tributação deve ser feita mensalmente conforme tabela progressiva do imposto de renda (ver tabela 1). São considerados rendimentos, por exemplo, dividendos e ações recebidas a custo zero em programas

Tabela progressiva de IR (1)

Base de cálculo mensal em R\$

Alíquota %	Parcela a deduzir do imposto
Até 1903,00	-
De 1903,01 até 2.282,65	25
De 2.282,66 até 3.711,05	50
De 3.711,06 até 4.664,68	22,5
Acima de 4.664,68	27,5

Fonte: Receita Federal

de incentivo e retenção de colaboradores. Por outro lado, o ganho de capital é aplicável no caso de venda de bens com lucro, como imóveis, ações etc.

Os ganhos de capital auferidos até o fim de 2015 estão sujeitos à alíquota de 15%. A partir de 2016, haverá um incremento na alíquota dependendo do ganho auferido, conforme tabela 2.

As alíquotas a partir de 2016 (2)

Ganhos em R\$

Alíquota %	
Até 1.000.000,00	15
De 1.000.000,01 até 5.000.000,00	20
De 5.000.000,01 até 10.000.000,00	25
Acima de 10.000.000,00	30

Fonte: Receita Federal

das respectivas compras. No momento da venda, o ganho será apurado através de média ponderada. Note-se que o ganho somente será apurado no momento da venda. A variação cambial impactará o lucro ou prejuízo das operações. Enquanto a venda não for realizada, os valores originais devem ser mantidos independentemente

da variação de mercado ou cambial.

A guarda do lucro deverá ser feita através do programa de ganho de capital que gerará o respectivo IASG para pagamento.

As respostas são de responsabilidade da EY (Ernst & Young). O perfil não se responsabiliza pelas informações acima. E-mail: y2016@valor.com.br

Anexo XVII – Carteira Valor Maio/2016

03 de Maio de 2016 - Google Chrome
www.valor.com.br/valor/43308?page=8&searchingOnNewsstand=true§ion=3&word=carteira%20valor

03 de Maio de 2016

Finanças

Carteira Valor Expectativa de recuperação doméstica leva corretoras a indicar varejistas e setor financeiro
Consumo retorna ao portfólio de ações

Luciana Seabra De São Paulo



Milano, do Santander, economista vai pelo menos deixar de piorar em 6 a 12 meses

A expectativa de recuperação da economia doméstica possui de vez em quando... Metade das ações indicadas pelas corretoras para o portfólio de maio está ligada a consumo...

A tese doméstica é complementada pela exposição ao setor financeiro. O segmento tem peso há mais de um ano na carteira, com fundamentos como o de juros elevados...

interino tinha começado em abril, expôs especialmente por meio da saída de exportadoras do portfólio. A virada deu resultado, com ganho de 5,2% da carteira Valor no mês...

Além de uma recuperação econômica do país, Itaú Unibanco, BB Seguridade e Cielo seguem nas indicações e agora ganharam a companhia de BMA/Bovapa.

Além de uma recuperação econômica do país, Itaú Unibanco, BB Seguridade e Cielo seguem nas indicações e agora ganharam a companhia de BMA/Bovapa.

Além de uma recuperação econômica do país, Itaú Unibanco, BB Seguridade e Cielo seguem nas indicações e agora ganharam a companhia de BMA/Bovapa.

Além de uma recuperação econômica do país, Itaú Unibanco, BB Seguridade e Cielo seguem nas indicações e agora ganharam a companhia de BMA/Bovapa.

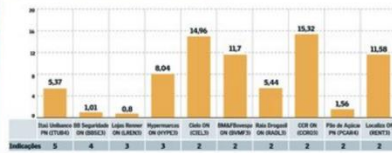
Além de uma recuperação econômica do país, Itaú Unibanco, BB Seguridade e Cielo seguem nas indicações e agora ganharam a companhia de BMA/Bovapa.

Além de uma recuperação econômica do país, Itaú Unibanco, BB Seguridade e Cielo seguem nas indicações e agora ganharam a companhia de BMA/Bovapa.

Além de uma recuperação econômica do país, Itaú Unibanco, BB Seguridade e Cielo seguem nas indicações e agora ganharam a companhia de BMA/Bovapa.

Carteira Valor

Rentabilidade em abril para as ações indicadas em maio - em %



Desempenho em abril de 2016, em %

Table with columns: Variação, Volume, and Mês. Lists various stocks and their performance metrics.

Instituições financeiras

Table with columns: Mês, Anos, and Mês. Lists financial institutions and their performance metrics.

Carteira Valor: rentabilidade 7,572% Mês no mês 2,01% Acumulada no ano** 5,-633% Acumulada em 12 meses***

Bovapa: rentabilidade 7,709% Mês no mês 24,36% No ano** 4,-127% Em 12 meses***

Itaú Unibanco: rentabilidade 7,709% Mês no mês 24,36% No ano** 4,-127% Em 12 meses***

BB Seguridade: rentabilidade 7,709% Mês no mês 24,36% No ano** 4,-127% Em 12 meses***

Cielo: rentabilidade 7,709% Mês no mês 24,36% No ano** 4,-127% Em 12 meses***

BMA/Bovapa: rentabilidade 7,709% Mês no mês 24,36% No ano** 4,-127% Em 12 meses***

Itaú Unibanco: rentabilidade 7,709% Mês no mês 24,36% No ano** 4,-127% Em 12 meses***

BB Seguridade: rentabilidade 7,709% Mês no mês 24,36% No ano** 4,-127% Em 12 meses***

Cielo: rentabilidade 7,709% Mês no mês 24,36% No ano** 4,-127% Em 12 meses***

BMA/Bovapa: rentabilidade 7,709% Mês no mês 24,36% No ano** 4,-127% Em 12 meses***

Itaú Unibanco: rentabilidade 7,709% Mês no mês 24,36% No ano** 4,-127% Em 12 meses***

BB Seguridade: rentabilidade 7,709% Mês no mês 24,36% No ano** 4,-127% Em 12 meses***

Cielo: rentabilidade 7,709% Mês no mês 24,36% No ano** 4,-127% Em 12 meses***

BMA/Bovapa: rentabilidade 7,709% Mês no mês 24,36% No ano** 4,-127% Em 12 meses***

Itaú Unibanco: rentabilidade 7,709% Mês no mês 24,36% No ano** 4,-127% Em 12 meses***

BB Seguridade: rentabilidade 7,709% Mês no mês 24,36% No ano** 4,-127% Em 12 meses***

Cielo: rentabilidade 7,709% Mês no mês 24,36% No ano** 4,-127% Em 12 meses***

BMA/Bovapa: rentabilidade 7,709% Mês no mês 24,36% No ano** 4,-127% Em 12 meses***

Itaú Unibanco: rentabilidade 7,709% Mês no mês 24,36% No ano** 4,-127% Em 12 meses***

BB Seguridade: rentabilidade 7,709% Mês no mês 24,36% No ano** 4,-127% Em 12 meses***

Cielo: rentabilidade 7,709% Mês no mês 24,36% No ano** 4,-127% Em 12 meses***

BMA/Bovapa: rentabilidade 7,709% Mês no mês 24,36% No ano** 4,-127% Em 12 meses***

Itaú Unibanco: rentabilidade 7,709% Mês no mês 24,36% No ano** 4,-127% Em 12 meses***

BB Seguridade: rentabilidade 7,709% Mês no mês 24,36% No ano** 4,-127% Em 12 meses***

Cielo: rentabilidade 7,709% Mês no mês 24,36% No ano** 4,-127% Em 12 meses***

BMA/Bovapa: rentabilidade 7,709% Mês no mês 24,36% No ano** 4,-127% Em 12 meses***

Itaú Unibanco: rentabilidade 7,709% Mês no mês 24,36% No ano** 4,-127% Em 12 meses***

BB Seguridade: rentabilidade 7,709% Mês no mês 24,36% No ano** 4,-127% Em 12 meses***

Cielo: rentabilidade 7,709% Mês no mês 24,36% No ano** 4,-127% Em 12 meses***

BMA/Bovapa: rentabilidade 7,709% Mês no mês 24,36% No ano** 4,-127% Em 12 meses***

Itaú Unibanco: rentabilidade 7,709% Mês no mês 24,36% No ano** 4,-127% Em 12 meses***

BB Seguridade: rentabilidade 7,709% Mês no mês 24,36% No ano** 4,-127% Em 12 meses***

Cielo: rentabilidade 7,709% Mês no mês 24,36% No ano** 4,-127% Em 12 meses***

Anistia fiscal e recursos já gastos: é fácil perdoar?

Anistia

Eduardo Salomão Neto



Essa história começa com o primeiro dia de trabalho de um estagiário, signatário deste artigo. Não existia ainda a lei de lavagem de dinheiro...

Deve haver muitas histórias como essa. Como se sabe, o governo federal criou por lei a anistia para recursos com conexão com o exterior...

Mas é justamente por causa disso que o período financeiro de curto prazo. Não do interesse, mas do prazo maior valor, de eliminar a

clandestinidade dos recursos de boa parte da classe média e alta, sem a qual é difícil para qualquer país ser estável e produtivo.

A isso se soma a possibilidade de mudança de governo, no pior cenário, de governo, no curto e médio prazo, com a consequente insegurança decorrente. Há também a ameaça de declaração de inconstitucionalidade da iniciativa geralmente motivada por agenda política.

O sucesso desse tipo de contestação genérica é menos provável, embora talvez não pelas razões de bom senso e justiça que acionariam sua recusa.

Mas restaria ainda o risco de contestação condicional, ligada a eventual defeito na formalização da anistia por contribuintes específicos.

Candidata a servir de porta de entrada para essa contestação seria a regra de que só podem ser regularizados ativos de procedência lícita. A qual é justa na aparência, mas incômoda na execução.

Deixa-se de lado a possibilidade de anistia se o requerente não tiver prestado informações. No primeiro caso não se configura apropriadamente adeado, pela falta de requisitos como pagamento do imposto e multa ou apresentação de declaração de adeado em meio eletrônico.

Impede também a adeado a apresentação de declarações falsas sobre não condenação criminal em relação a crimes objeto da anistia, residência no Brasil em 31 de dezembro de 2014 ou não detenção de cargos públicos.

Em todo caso, todas essas causas são questões factuais sob controle do aderente, e portanto não causam incerteza.

Diferente situação se verifica na segunda causa de desqualificação, o excludo da anistia prevista na própria lei. O que se dá para recursos lastreados por documentos falsos relativos à condição jurídica dos recursos declarados.

O valor excludo será considerado tributável e sobrer incidência de multa de juros, bastante gravosos. Não poderá, entretanto, justificar a instauração de procedimento de investigação criminal contra o declarante, a menos que haja evidência documental independente.

A regra sobre documentação é problemática, pois muitos dos bens a serem declarados teriam origem remota no tempo, como no caso real, que deu início a este texto. Hipótese em que documentos poderão ter se perdido, ou sequer ter existido.

Essas dívidas são eliminadas em nome da preservação do princípio de Direito e para a própria redação dos dispositivos legais, em cujos termos a exclusão se daria em virtude da apresentação de documentos falsos.

Essa parece ser das regras mais importantes pelo que o aderente do que pelo que revela. Não é a falta de documentação hábil que gera a exclusão do aderente, mas apenas sua falsidade.

A qual precisa ser provida pela parte interessada em excluir o contribuinte da anistia, segundo princípio de Direito tradicional. Na falta dessa prova, a afirmação do

aderente terá de ser acrita. De onde decorre uma importante consequência. Em caso de se desconhecem informações progressas já perdidas, não se deve em nenhuma hipótese apresentar estimativas ou cálculos de probabilidade como base para a anistia.

A melhor solução nesse caso seria o contribuinte fazer seus melhores esforços junto a bancos e outras entidades onde teve recursos para se informar de saldos progressos já gastos.

Não obtendo sucesso, deve guardar as respectivas correspondências e fazer a anistia pelo valor indubitável apenas, abstenendo-se de incluir quaisquer valores dos quais não tenha segurança.

Seguir tais regras e prestigiar a segurança da anistia resolveria talvez o problema do executivo cuja história começa essa narrativa, mas não do dele. Porque o país também tem muito a resolver.

Edward Salomão Neto é sócio de Levy & Salomão Advogados. E-mail: eduardo@levisp.com.br

Este artigo reflete as opiniões do autor, e não do jornal Valor Econômico. O jornal não se responsabiliza e nem pode ser responsabilizado pelas informações acima ou por prejuízos de qualquer natureza em decorrência do uso destas informações.

Anexo XVIII – Carteira Valor Junho/2016

02 de Junho de 2016 - Google Chrome

www.valor.com.br/virador/#/edition/43287?page=9&searchingOnNewsstand=true§ion=3&word=carteira%20valor

02 Valor | Quinta-feira, 2 de junho de 2016

Finanças

Carteira Valor Consumo perde peso e dá lugar a empresas menos cíclicas, como Ambev, e à tese de dólar forte

Ações para junho têm perfil defensivo

Luciana Seabra
De São Paulo

As corretoras, que começaram mais muito otimistas, deram um passo para trás no portfólio recomendado para junho. A postura mais cautelosa das participantes da **Carteira Valor** refletiu-se em seis trocas na lista das dez ações mais indicadas de um mês para o outro. Algumas das escolhas mais ligadas ao consumo e à retomada da economia — Fico de Açúcar, Localiza e Hypercar — deixaram o portfólio, assim como BMR/Bovepa, cuja tese tinha fundamento na recuperação do mercado. Emblemáticos são os novos tomados defensivos são as indicações de Ambev, com quatro votos, e Equatorial, com três, as duas ausentes no mês passado.

As escolhas para maio resultaram em prejuízo na Carteira Valor, de 5,77%, ainda que melhor do que o Ibovespa, principal índice da bolsa brasileira, com queda de 10,09% no mês. Para junho, além de Ambev, Itaú Unibanco e BB Seguridade Intermédica o trio das mais indicadas, com quatro votos cada.

Os analistas buscaram para junho o que chamam de empresas

de beta baixo, ou seja, que oscilam menos do que o Ibovespa, quanto nos movimentos para cima quanto para baixo. "O intuito de colocar Ambev foi ser um pouco mais defensivo, dada a volatilidade da companhia", afirma Felipe Villegas, analista da Gerção Futuro, que atribui também à busca por empresas de qualidade, com bons resultados, a escolha de Equatorial e Ultrarap, com duas indicações para o mês. São ações de companhias que já têm rendido bons resultados no ano. Equatorial sobe 35,36% até maio e Ultrarap, 14,37%.

A proximidade de uma elevação do juro pelo Fed, o banco central americano, que pode levar à fuga de capitais do Brasil, assim como um clima de desconfiança em relação ao governo de Michel Temer, levam Villegas a esperar que este seja mais um mês de queda do Ibovespa.

"A forte geração de caixa e boa gestão de dívidas conferem características defensivas ao papel", escrevem também os analistas da Citic Capital Financeiro e Lattis Nappo sobre a Ambev em relatório, em que destacam o histórico de bons resultados para empresa mesmo em ambientes econômicos desafiadores. Os

analistas veem o preço da ação com potencial de chegar a R\$ 23, acima dos R\$ 19,11 do fechamento de maio, além de uma recente com dividendos de 4k.

Do segmento de varejo sobram somente Lojas Renner e Raia Drogari, consideradas mais resistentes aos ciclos econômicos na visão do mercado.

Lenon Borges, analista da Ativa Investimentos, lembra que a receita da drogaria cresceu 21% no ano passado, um dos mais agudos da crise recente. "Além da história mais defensiva, Raia Drogari tem uma gestão excelente, o que nos faz continuar na empresa apesar da alta", diz. Até maio, a ação da empresa acumulou a valorização de 63,13% no ano.

No caso de Lojas Renner, com três votos, a área de pesquisa da corretora do Bradesco considera que a varejista está bem posicionada para continuar a desempenhar melhor do que seu pares, ao mesmo tempo em que é negociada com desconto em relação às variações de rentabilidade global por conta das condições macroeconômicas fracas do país.

O setor financeiro, que tem tido o peso na carteira, perdeu duas indicações de maio para junho

— Cielo e BMR/Bovepa — mas ganhou uma nova, Bradesco, com dois votos, que se somou a Itaú Unibanco e BB Seguridade. Villegas, da Gerção Futuro, que indicou Bradesco, diz que foi surpreendido pelo indicamento de executivos do banco na Operação Zédeus na tarde do último dia do mês, mas pondera que as irregularidades não foram confirmadas e que ainda acredita no potencial do banco.

O analista da Gerção Futuro trocou Itaú Unibanco por Bradesco de maio para junho por entender que o primeiro pode trazer surpresas ao mercado em relação à carteira de crédito na divulgação do balanço para o segundo trimestre com um aumento acima do esperado no provisorio para dividendos.

Borges, da Ativa, discorda. Cielo, que não tem uma avaliação adequada neste ano, já esperada, na opinião dele, o Itaú é para o analista a melhor opção. Entre os argumentos dele está o de que o banco tem uma proteção por ser, dentro os pares, o que tem a maior falta de operações de crédito fora do Brasil, em economias como a chilena e argentina, em situação melhor do que a brasileira. Há é a exceção em

meio à carteira defensiva da Ativa para o mês, segundo Borges. Se houver uma melhora de mercado, diz o analista, e o Ibovespa voltar a andar, há é uma forma de subir com o índice.

Os analistas da Rico Corretora ressaltam ainda o fato de Itaú beneficiar-se de um incremento de resultado em função da manutenção até o momento da taxa básica de juro pelo Banco Central, assim como da interrupção das intervenções do governo nos bancos estatais, que forçavam a redução de tarifas e spread no segmento financeiro.

Ainda na frente financeira, os analistas do Bradesco destacam que BB Seguridade combina características de substancial geração de caixa, alto retorno com dividendos e forte crescimento.

Também chama a atenção a volta da tese do dólar forte no portfólio de junho, que perdura ao longo de todo o ano passado, mas perdeu peso nesta primeira metade de 2016. Ela expressa por meio da indicação das fabricantes de papel e celulose Suzano e Fibria.

Suzano poderia se beneficiar de uma alta adicional do dólar devido à decisão do Fed de subir o juro, acredita Villegas, da

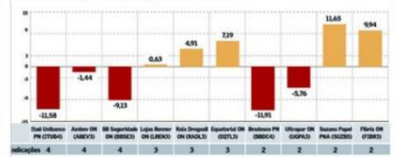
Gerção Futuro. O último dia do mês não foi bom para a companhia, assume o analista, com um incêndio de grande porte em um área de armazenamento de papel em Suzano, na Grande São Paulo. "Mas acreditamos que não vai impactar muito a empresa, ainda que no curto prazo pode ser que gere algum ruído", diz Villegas.

A equipe de análise da Guide Investimentos, que incluiu Fibria no portfólio para o mês, também afirma que escolheu a empresa como uma forma de aumentar a exposição ao dólar. O primeiro trimestre foi mais negativo para o setor, segundo a equipe de análise, não somente por conta da taxa do real ante o dólar, mas também pela queda do preço internacional da celulose. "Trazendo em maio, estamos finalmente monitorando alguns movimentos de recuperação no preço da celulose, mais a estabilidade do câmbio", escrevem os analistas.

A corretora ressaltou ainda o fato de a Fibria ter apresentado o projeto Horizonte II, que contempla a construção de uma nova linha de produção, com início de funcionamento previsto para o fim de 2017, com possibilidade de antecipação.

Carteira Valor

Rentabilidade em maio para as ações indicadas em junho - em %



Desempenho em maio de 2016, em %



Instituições Financeiras

Desempenho em maio de 2016, em %

Instituição	Desempenho (%)	Média Anual (%)
Ativa Investimentos	-3,37	-5,65
BB Investimentos	-13,38	15,98
Bradesco Corretora	-5,37	16,03
Citi Corretora	-3,64	-5,04
Gerção Futuro/Brasil Parar	-12,34	-8,29
Guide Investimentos	2,68	3,57
Planner Corretora	-6,05	1,60
Rico Corretora	-4,35	8,78
Santander Corretora	-2,73	-0,09
XP Investimentos	-4,46	1,95

Carteiras de ações sugeridas para junho por algumas instituições financeiras - rentabilidade em maio

Instituição	Ação	Var. %	Volume
Ativa Investimentos	Ambev	-1,64	20,00
	Itaú Unibanco	-1,33	12,00
	Equatorial	6,36	2,00
BB Investimentos	Equatorial	6,36	2,00
	Equatorial	6,36	2,00
	Equatorial	6,36	2,00
Bradesco Corretora	BB Seguridade	-0,13	16,24
	Estácio	-6,33	3,33
	Hypercar	-4,42	6,68
Citi Corretora	BB Seguridade	-0,13	16,24
	Estácio	-6,33	3,33
	Hypercar	-4,42	6,68
Gerção Futuro/Brasil Parar	Ambev	-1,64	20,00
	Equatorial	6,36	2,00
	Suzano	11,65	16,24
Guide Investimentos	Cielo	5,90	7,57
	Fibra	9,94	16,24
	Equatorial	6,36	2,00
Planner Corretora	Ambev	-1,64	20,00
	Equatorial	6,36	2,00
	Equatorial	6,36	2,00
Rico Corretora	Itaú Unibanco	-1,58	40,21
	Ambev	-0,83	40,21
	Equatorial	6,36	40,21
Santander Corretora	BB Seguridade	-0,13	16,24
	Estácio	-6,33	3,33
	Hypercar	-4,42	6,68
XP Investimentos	BB Seguridade	-0,13	16,24
	Estácio	-6,33	3,33
	Hypercar	-4,42	6,68

Índice	Variação (%)	Retorno Anual (%)
Ibovespa	-5,77%	-10,09%
Carteira Valor	-3,85%	-2,09%
Bovespa	-10,09%	21,82%

A recomendação é diversificar, sempre

Palavra do gestor

Augusto Miranda



O cenário político em ebulição, a inflação alta e incertezas econômicas são alguns dos ingredientes que já fazem de 2016 um ano mais desafiador do que o anterior. Estamos

apenas na metade dele. Nestes momentos de incertezas e de falta de uma resposta rápida do mercado, o investidor escolhe a segurança como o primeiro critério para definir qual será o seu investimento. Mas é possível garantir que determinada escolha devesse um resultado 100% seguro? Não. Investir é correr risco e o investidor deve sempre ter claro em sua mente qual o tamanho do risco que ele está disposto a correr. Portanto, a segurança para o investidor pode ser traduzida em uma única certeza: diversificar os seus investimentos. Isso significa que o investidor terá a sua carteira dividida entre diferentes opções de investimento, que estão vinculadas a distintas classes de ativos e os ganhos em

algumas delas compensarão a perda em outras. Para diversificar, o investidor deve procurar um especialista já com o seu objetivo definido. Ou seja, deve saber responder: Por que vou investir o meu dinheiro? O primeiro passo é o mais importante, pois a partir daí as decisões — de onde colocar o dinheiro — serão tomadas. Antes, um mito deve ser quebrado: é necessário ter uma alta quantia de dinheiro para fazer a diversificação valer a pena? Não. Existem excelentes alternativas de investimento que demandam baixo volume de recursos, como o Investidor Direto: um programa do Governo Federal que permite acesso aos títulos da dívida pública com valores a partir de R\$ 30,00. Dessa forma, o

investidor terá acesso a uma opção atrelada à evolução da taxa Selic (Tesouro Selic ou antiga LFT), duas opções prefixadas (Tesouro Prefixado ou antiga LTN) e diferentes opções de vencimento atreladas à inflação (Tesouro IPCA ou antiga NTN-B). Além disso, por meio de uma corretora de valores, o investidor também pode atuar no mercado acionário com valores acessíveis. É possível comprar lotes fracionados, que permitam o acesso aos papéis de grandes companhias através de uma fração de seu valor, ou ainda comprar os lotes inteiros. O Ibovespa principal Índice das ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, começou o ano de 2016 com o mais alto percentual de retorno quando comparados com outros investimentos,

como o Índice de Mercado Anilina — série (IMA-B) e o Depósito Interbancário (DI). Entretanto, nos últimos quatro anos, a bolsa entregou aos seus investidores um dos menores percentuais de retorno. Já o Índice S&P 500, um dos principais Índices da bolsa dos Estados Unidos, em 2015, foi o responsável pelo maior percentual de retorno ao investidor, mas desde 2014 apresenta baixo retorno.

Outra importante carteira de investimento é a que considera o Índice de Renda Fixa do Mercado, que aparece como um dos mais estáveis, sem grandes oscilações, considerando os últimos quatro anos e os primeiros meses de 2016. Já o dólar, que nos últimos três anos garantiu alto percentual

de retorno aos seus investidores, em 2016 não desponta como uma boa opção. Os exemplos acima mostram que não existe uma fórmula para não correr risco com a volatilidade do mercado. Também não é tarefa fácil acertar o momento de entrar e sair em cada investimento ou comprar um ativo na baixa e vender na alta. O que o investidor deve fazer? Diversificar, sempre.

Augusto Miranda é diretor de gestão de patrimônio do HGB&C Invest. E-mail: augusto.miranda@hbc.com.br

Este artigo reflete as opiniões do autor e não o jornal "Valor Econômico". O jornal não se responsabiliza nem pode ser responsabilizado pelas informações acima ou por prejuízos de qualquer natureza em decorrência do uso destas informações.

Anexo XIX – Carteira Valor Julho/2016

04 de Julho de 2016 - Google Chrome

www.valor.com.br/virador/#/edition/43265?page=10&searchingOnNewstand=true§ion=3&word=carteira%20valor

C10 Valor | Sábado, domingo e segunda-feira, 2, 3 e 4 de julho de 2016

Finanças

Investimentos Sugestões para a Carteira Valor incluem exposição aos setores financeiro, de varejo e infraestrutura

Mix defensivo compõe indicações para julho

Adriana Cotas
De São Paulo

Um mix de opções voltadas para o mercado interno com papéis considerados mais defensivos compõe as indicações para a Carteira Valor de julho. Exposição direta ou indireta ao setor financeiro, varejo e um toque de infraestrutura permitem o Top 10 das ações mais recomendadas pelo analista terido de recente.

BB Seguridade ON (5), Celso ON (4) e Ultraraj ON (4) lideram a lista, seguidas por Itaú Unibanco ON, Ambev ON e Rumo Logística (com três indicações cada), finalizando com Lojas Renner ON, BR Malls ON e Raia Drogasil ON (com duas menções cada).

O mix considerado mais austero de política monetária, aliado a uma postura aparentemente menos intervencionista do Banco Central (BC) no câmbio, fez com que se participasse da primeira rodada privilegiarem a exposição a empresas que tendem a se beneficiar de um real mais depreciado no setor exportador. O setor de defesa também permeou as escolhas, já que nem a questão fiscal e

setor privado ligados a bancos. A instituição tem um preço-ágio para a ação de R\$ 32,00, que com o dividendo planejado proporciona um retorno total de 20%.

Filibeiro também manteve na sua seleção Celso por considerar que a companhia está num processo de desalavancagem e que pode parar de perder participação de mercado com a nova maquininha (ePOS) lançada em abril, que combina a captura de cartões de pagamento com gestão de negócios no varejo. "Isso deve gerar mais fluxo de caixa, reduzir o endividamento e permitir que mais para frente a companhia aumente o pagamento de dividendos". Atualmente a proporção do lucro distribuído está próxima do mínimo regulatório de 25%. Ao ficar mais leve financeiramente, a expectativa do especialista é que o "top up" volte aos níveis entre 35% e 40% do passado.

A Ultraraj segue como uma das principais e mais antigas recomendações da Guide Investimentos. O analista Rafael Yanoz Omachi vê esse caso de investimento como defensivo, pela evolução constante de resultados e resiliência mesmo diante de um quadro macroeconômico adverso.

Villegas, da Geração Futuro, acrescenta que com a aquisição recente da rede Alcan pela Ipiranga, pertencente ao grupo, há um ganho de participação de mercado para a companhia e consequente melhoria do potencial de valorização do ativo.

Sem vislumbrar uma melhora substancial da economia, apesar de considerar que o período de alta volatilidade da bolsa ficou para trás, Philip Soares, da Ativa, manteve na sua carteira defensiva Itaú, Ambev, Sotavento ON e Raia Drogasil ON. A fabricante de bebidas, diz, é uma aposta em consumo menos agressivo, uma opção de reserva de valor, já que o papel costuma ter performance menos sujeita a eventuais salvaranos na bolsa. Itaú é recomendação antiga da casa, que busca se apropriar de eventuais salvaranos na bolsa.

Itaú está entre as indicações "top pick" da XP Investimentos, tem um potencial de valorização interessante e uma boa relação risco/retorno quando comparada a outros setores como o de

consumo, com algumas expectativas já embudadas nos preços dos ativos, diz o analista Ricardo Kim. No setor de serviços financeiro, a casa ainda tem exposição a BM&Flebovia, com boas chances de valorização no médio e longo prazo se o fluxo de capital externo esperado se concretizar.

Raia Drogasil foi mantida na carteira da BB Investimentos. Pela análise da instituição, o resultado do segundo trimestre deve seguir mostrando um forte crescimento de receitas, amparado por vendas sólidas em lojas maduras e pelo acelerado plano de abertura de novas unidades. "Também esperamos um reflexo positivo do recente aumento de 12,5% no preço de medicamentos, aprovado pelo governo federal em abril, sobre as margens de lucro da companhia", posicionada para superar os seus pares no varejo de varejo, beneficiando-se do seu modelo de "last fashion", o que aumenta a assertividade das coleções. Embora as vendas nas mesmas lojas tenham uma forte base de comparação, a casa espera que continue gerando resultados pelo menos em linha com a inflação, com consistentes ganhos de "market share".

O único papel considerado mais agressivo no portfólio da Ativa é BR Malls, uma companhia mais alavancada e que pode reagir eventualmente à queda de juros longos, aponta Soares.

Carteira Valor

Rentabilidade em junho para as ações indicadas em julho - em %



Desempenho em junho de 2016, em %

Variação	Volume
Itaú Unibanco PN (ITUB4)	4.36
Ambev ON (ABEV3)	4.39
BB Seguridade ON (BBSE3)	11.07
Lojas Renner ON (LREN3)	3.38
Raia Drogasil ON (RDGI3)	1.38
Equatorial ON (EQTL3)	1.38
Brasão PN (BRB04)	1.38
Ultraraj ON (UGRA3)	10.36
Suzano Paper PN (SUZP3)	10.36
Fibra ON (FIBR3)	10.36

Instituições financeiras

Desempenho em junho de 2016, em %	Méda	Asses, se
Ativa Investimentos	6.32	0.30
BB Investimentos	7.52	2.25
Brasão Corretora	30.72	28.47
Citi Corretora	3.00	8.20
Geração Futuro/Brasil Plural	-0.18	-8.42
Guide Investimentos	-4.08	12.76
Planner Corretora	1.08	0.54
Rio Corretora	3.73	12.83
Santander Corretora	14.30	14.26
XP Investimentos	6.18	10.29

Carteiras de ações sugeridas para julho por algumas instituições financeiras - rentabilidade em junho

Mais Investimentos	BB Investimentos	Brasão Corretora	Citi Corretora	Geração Futuro/Brasil Plural										
Ação	Var. %	Volume	Var. %	Volume	Var. %	Volume	Var. %	Volume	Var. %	Volume				
Ambev ON (ABEV3)	-0.31	270.1	Raia Drogasil ON (RDGI3)	9.58	42.3	BB Seguridade ON (BBSE3)	3.12	341.5	AES T&E UNIT (TET13)	4.08	23.3	Ambev ON (ABEV3)	-0.31	270.1
BR Malls Part. ON (BRML3)	11.76	77.6	Celso ON (CEL3)	6.65	308.4	Celso ON (CEL3)	6.65	308.4	BB Seguridade ON (BBSE3)	3.12	341.5	BB Seguridade ON (BBSE3)	3.12	341.5
Equatorial ON (EQTL3)	6.69	92.9	Equi Part. ON (EQIP3)	6.17	49.2	Poçosere ON (POCP3)	28.11	78.6	Ambev ON (ABEV3)	-0.31	270.1	BB Seguridade ON (BBSE3)	3.12	341.5
Itaú Unibanco PN (ITUB4)	4.36	462.0	Lojas Renner ON (LREN3)	3.76	36.9	Lojas Renner ON (LREN3)	3.38	779	Cosan ON (CSAN3)	1.46	3.8	Equatorial ON (EQTL3)	6.69	92.9
Raia Drogasil ON (RDGI3)	9.58	42.3	Vale PN (VALE3)	35.93	426.8	M. Dias Branco ON (MDBC3)	35.60	139	Rumo Log ON (RUMG3)	3.38	40.0	Ultraraj ON (UGRA3)	10.36	96.9

Carteira Valor, rentabilidade	Investimentos	Desempenho, rentabilidade
-0.58% Média no mês	-4.44% Acumulada no ano**	-9.54% Acumulada em 12 meses**
18.86% No mês	6.30% No mês	18.86% No mês**
-2.93% em 12 meses**		

Como se preparar financeiramente para a aposentadoria

Consultório financeiro



Frequente na fase de pré-aposentadoria, quando o horizonte de geração de renda é menor e os objetivos que a idade carrega batem à porta.

A passagem da maturidade para a velhice traz consigo alguns fantasmas e o dinheiro pode estar envolvido em muitos deles. Saber se o fantasma é real, ou não, pode aliviar a tensão e abrir espaço em nossa capacidade psicológica para enfrentar adversidades e desfrutar melhor esta fase.

Para se responder com mais precisão, teríamos de ter em mente alguns pontos-chave:

A primeira, o quanto dos seus R\$ 1,5 milhão está em trabalho com um profissional de planejamento financeiro.

Voltemos ao valor de R\$ 1 milhão para mais suposições: eles estão mesmo investidos em renda fixa e o seu contexto e objetivos permitem

usufruí-lo em sua totalidade ao longo da aposentadoria. Com isso, podemos simular que, para expectativa de vida até os 100 anos, o seu capital geraria Razon mensal entre R\$ 4 mil e R\$ 5,6 mil, descontados de impostos e inflação. O intervalo abrangido varia de maior e menor rentabilidade de acordo com o rumo da economia e da taxa de juros no Brasil.

A partir daqui, você usará como estimativa R\$ 4,5 mil mensais. Junto com os R\$ 2,5 mil que recebe do INSS, o valor líquido disponível com seu padrão de vida atual e já considera adequar a retirada pelo índice de inflação.

Mas a pergunta que resta é: após os 65 anos, ou menos gastos irão aumentar ou diminuir? Até recentemente, muitos profissionais calculavam que as pessoas passavam a ter

despesas menores ao se aposentar. Uma pesquisa feita em 2014 pela consultoria Mercer mostra que para dois em cada três brasileiros elas se mantêm ou até crescem, mesmo que poucas vezes de forma desproporcional.

Atenção especial aos gastos com saúde, que incluem planos, medicamentos, tratamentos, exames, consultas e cuidadores. É bom manter um colchão de segurança para estabelecer uma sensação de conforto.

Para parar aos 65, você teria que fazer previsões sobre suas despesas atuais ou mecer no seu patrimônio de uso, que supostamente R\$ 500 mil.

A possibilidade de o INSS não acompanhar a inflação diante de reformas na previdência é mais um motivo para isso.

Uma alternativa que parece razoável é considerar manter

alguma rotina de trabalho ao chegar aos 65 anos e buscar equilibrar vida pessoal e trabalho, sem deixar de manter-se ativo. Aproveite esta fase: ela pode trazer consigo serenidade, que, junto à experiência de vida adquirida, talvez permita viver como não se pode até então.

José Cohen é planejador financeiro pessoal e possui certificação CFP® (Certified Financial Planner), concedida pelo Instituto Brasileiro de Certificação de Profissionais Financeiros (IBCFPF). E-mail: jcohen@ibcfpf.org.br

As apostas refletem as opiniões de autor e não do jornal Valor Econômico ou do IBCFPF. O IBCFPF não se responsabiliza pelas informações acima por serem opiniões de quem se nutriu em decorrência de uso destas informações. Perguntas devem ser encaminhadas para: cohen@ibcfpf.org.br

Anexo XX – Carteira Valor Agosto/2016

02 de Agosto de 2016 - Google Chrome

www.valor.com.br/virador/#/edicao/43244?page=8&searchingOnNewsstand=true§ion=3&word=carteira%20valor

02 Valor | Terça-feira, 2 de agosto de 2016

Finanças

Investimentos Petrobras, que desde o fim de 2014 não parecia nas sugestões, volta à Carteira Valor

Setor financeiro lidera indicações para agosto

Adriana Cotas
De São Paulo

O setor financeiro aparece de forma predominante nas sugestões para a Carteira Valor de agosto, liderado por BB Seguridade ON, com cinco indicações, e representado ainda por Itaú Unibanco PN (4), Citio PN (1) e BB ON (2). Petrobras PN, que desde dezembro de 2014 não era listada entre as demais do portfólio recomendado pelas casas de análise, teve duas recomendações, mas está longe de ser uma opção relevante ao desempenho da sua principal commodity, o petróleo.

A alternativa mais correlacionada a preços de bens negociados internacionalmente é Vale PNA, enquanto as demais indicações das corretoras participam no composto por papéis de empresas mais aderentes à malha do ciclo econômico exposta ao mercado local, casos de BB ON e Ultrapar AN, além de Rumo PN e Gerdau PN, só a pedido da infraestrutura.

BB Seguridade caiu nas graças dos analistas após o papel ter sido penalizado em alguns momentos, na esteira do mau humor com seu controlador, o banco do Brasil. O banco público foi um dos grandes credores afetados pela recuperação judicial da Oi. Com a Selo, está em 4,25% ao ano e a sinalização do Comitê de Política Monetária (Copom) liderado por Jean Goldjahn que retardará a redução do taxa básico, a empresa de seguros do BB tem hoje um potencial de valor atrativo, diz Filipe Vilgas, da área de pesquisa da Gerdau Futuro, do Brasil Plural.

A casa considerou por bem substituir Rumo PN no portfólio indicado por Itaú PN após o ministro Público denunciar executivos do banco da Cidade de Deus no âmbito da Operação Zélotos, incluindo o presidente Luiz Carlos Trabuco Cappi. A força tarefa da Polícia Federal apóia a suposta manipulação de julgamentos no Conselho Administrativo de Recursos Fiscais (Carf).

Rancho do Brasil ON, apesar de já ter subido mais de 45% no ano, é uma das indicações de Rafael Ohmachi, da Guide Investimentos, que vê com bons olhos o plano de venda de ativos, incluindo a área de cartões e de administração de recursos. Para o analista, é concentrada, a estratégia tem o mérito de reforçar o capital da instituição e adiar uma eventual necessidade de capitalização. "A sociedade positiva para o fortalecimento do balanço do banco, e para aumentar a confiança dos investidores". Para o analista, as perspectivas de médio e longo prazo também parecem mais favoráveis após a nomeação de novos membros para cargos executivos e a menor influência política em estados, que tem sido sinalizada pelo governo interino.

Sobre esse aspecto de melhoria da governança em estatais, no portfólio recomendado para agosto, Leonardo Milanez, estrategista de pessoa física da Santander Corretora, inclui Petrobras. A escolha é justificada pelo processo de desalavancagem da estatal de petróleo brasileira, com venda de ativos e renegociação de passivos, bem como por uma gestão mais profissionalizada. No radar, diz, também está a votação na Câmara – esperada para setembro ou outubro – da proposta que tira da Petrobras a obrigatoriedade que tem hoje de explorar 30% do petróleo extraído na camada de pré-sal.

Milanez faz a ressalva de que segue pessimista com as cotas do petróleo no mercado internacional. Em julho, tanto preço do barril tipo WTI negociado na NYMEX, quanto o Brent, em Londres, caíram 15%. Bando com os US\$ 40, em meio a estímulos crescentes de petróleo e de derivados e com sinais de que os Estados Unidos e os países da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (Opec) aumentaram a produção.

Milanez faz a ressalva de que segue pessimista com as cotas do petróleo no mercado internacional. Em julho, tanto preço do barril tipo WTI negociado na NYMEX, quanto o Brent, em Londres, caíram 15%. Bando com os US\$ 40, em meio a estímulos crescentes de petróleo e de derivados e com sinais de que os Estados Unidos e os países da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (Opec) aumentaram a produção.

"Há uma chance de o primeiro semestre ter sido o pior momento para a economia brasileira, não bastando mais o que pisar", afirma. "No balanço de risco-retorno, mesmo que não seja uma melhora acelerada, vale o carregamento de ações, uma dinâmica diferente da que vimos em vários anos anteriores". Para ele, tanto Rumo quanto Citio já devem apresentar resultados melhores nas demonstrações trimestrais. A credenciadora de cartões apresenta sinais mistos em termos de retorno líquido de R\$ 989 no primeiro trimestre, uma alta de

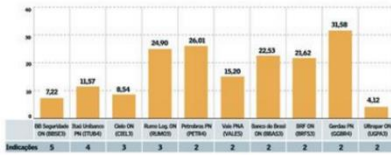
13,8% em relação ao mesmo período do ano passado. BB ON entrou no top dez da Carteira Valor recomendada pela Bradstreet pela Guide. Apesar de os frigoríficos nacionais terem apresentado resultados melhores nas demonstrações trimestrais, a participação do mercado, e vem fortalecendo a sua marca por meio da Sada Habitat.

Ultrapar é outra posição antiga de Ohmachi, que cita o caráter defensivo da empresa e os resultados "excepcionais" no primeiro trimestre. O grupo consolida cinco negócios, mas gira-gira segue como o carro chefe por apresentar crescimento de dois dígitos e se provar a grande geradora de caixa do grupo. Em junho, a companhia anunciou a aquisição dos pontos da bandeira Aké, complementando a rede logística geograficamente.

Gerdau integra as escolhas da XP Investimentos, por ser um atilado e infraestrutura no Brasil. A expectativa da casa é que o presidente interino Michel Reizer seja confirmado no cargo e ponha em marcha o programa de concessões de rodovias, ferrovias, portos e aeroportos.

Carteira Valor

Revelabilidade em julho para as ações indicadas em agosto - em %



Desempenho em julho de 2016, em %

Variação	Valores
BB Seguridade ON (BBSE3)	14,11
Citio ON (CEL3)	15,09
Ultrapar ON (UGRP3)	8,96
Itaú Unibanco PN (ITUB4)	11,37
Ambev ON (ABEV3)	-4,65
Rumo Log ON (RUMG3)	14,90
BR Têxtil e Couros ON (BTCC3)	17,18
Luz Real ON (LREN3)	10,47
BB Multi Part. ON (BBML3)	1,42
Rancho Brasil ON (RABL3)	4,97

Carteira Valor, revelabilidade

Mês no mês: 9,12% Acumulada no ano: 4,28%

Desempenho, revelabilidade: 11,22% no mês, 32,20% no ano

Instituições financeiras

Desempenho em julho de 2016, em %

Mês no mês	Acumulada em 12 meses
9,12%	4,28%
11,22%	32,20%
11,22%	-0,77%



Milanez, da Santander Corretora, defende a governança após a escolha de Petrobras

ter defensivo da empresa e os resultados "excepcionais" no primeiro trimestre. O grupo consolida cinco negócios, mas gira-gira segue como o carro chefe por apresentar crescimento de dois dígitos e se provar a grande geradora de caixa do grupo. Em junho, a companhia anunciou a aquisição dos pontos da bandeira Aké, complementando a rede logística geograficamente.

Gerdau integra as escolhas da XP Investimentos, por ser um atilado e infraestrutura no Brasil. A expectativa da casa é que o presidente interino Michel Reizer seja confirmado no cargo e ponha em marcha o programa de concessões de rodovias, ferrovias, portos e aeroportos.

O custo efetivo da regularização de ativos no exterior

Anistia

Luiz Gustavo Bichara e Hugo Alves Câmara



REACT (Regime Especial de Regularização Cambial e Tributária) permite a regularização de ativos rematados ou mantidos no exterior em 31 de dezembro de 2014 e aqueles já regularizados antes desta data. A regularização ocorrerá pela entrega e retificação de declarações, perante a Receita Federal e o Banco Central, e pelo pagamento de imposto de renda e multa, que juntos correspondem à aplicação da alíquota de 30% sobre o valor do ativo regularizado. No entanto, é preciso examinar os casos particulares de cada contribuinte, pois a adesão não é simples.

declaração e tributação da posição financeira mantida em dezembro de 2014, existindo situações que provocam a majoração do custo efetivo da regularização. O contribuinte que gastou, antes de 31 de dezembro de 2014, recursos da conta bancária regularizada terá que declarar e pagar imposto e multa sobre tal montante consumido, além de pagar também sobre o saldo existente na conta naquela data de corte. Isso porque a lei faz expressa referência à regularização e a tributação dos ativos não mais existentes em dezembro de 2014. A Receita já se posicionou nesse sentido, asseverando que valores consumidos devem ser base de cálculo do imposto e da multa. Recentemente, a Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional publicou parecer corroborando a opinião da Receita, ao constatar os argumentos jurídicos que a multa é indevida. Antes disso, muitos sustentaram haver dívida a respeito do tema. Ora, "divida" e "certeza" são qual no góstramos" não são sinônimos. Ali, embora sujeita a crítica, a multa particular, é bastante clara. A questão que surge é quanto tempo retroagir para apurar

os gastos. A Receita Federal teria a pretensão de tributar os últimos cinco anos, que é o prazo decadencial do tributo. Todavia, o REACT também concede anistia criminal e, seguindo o raciocínio do Fisco, o contribuinte deveria retroagir ao prazo de prescrição dos crimes emolvidos no seu caso concreto. Desse modo, voltar 12 ou até 16 anos para recompor o histórico dos gastos cobriria a prescrição dos crimes anistiados no regime especial. É neste ponto surge um problema do mundo real: os bancos estrangeiros, por força de lei local, têm fornecido extratos apenas dos últimos dez (no caso dos suíços), cinco ou sete (no caso dos americanos) anos, contados de hoje. Portanto, muitas vezes a retroação terá um limite inevitável. A tributação do passado não alcança o contribuinte que substituiu um ativo por outro. De fato, não modificou o montante de imposto e multa devidos o fato de o contribuinte ter utilizado recursos da conta bancária para adquirir, por exemplo, um imóvel. Na mesma situação está aquele que resgatou determinada aplicação financeira, ainda que por valor

inferior ao de sua aquisição, e empregou o produto em outro investimento. Nestes casos, basta declarar o imóvel ou o novo investimento e estarão anistiadas as irregularidades relacionadas a estes bens, assim como aquelas ligadas aos recursos com os quais foram adquiridos. Vê-se, portanto, que o contribuinte sujeito a tal situação também terá que rastrear o histórico da conta bancária de que é titular. Outro ponto sensível no cálculo do imposto e multa diz respeito ao acionista de empresa "tribun" que utilizou cartão de crédito, em benefício próprio, pago com os recursos controlados pela companhia. Este contribuinte terá dois "ativos" distintos a regularizar. Primeiro, terá que regularizar as ações que detém na empresa, declarando o valor de sua participação no patrimônio líquido (o que é apurado em balanço levantado em 31 de dezembro de 2014). Em seguida, terá que regularizar os recursos que recebeu, antes desta data de corte, da pessoa jurídica por meio do cartão de crédito. Este segundo caso trata novamente da regularização de ativos não mais existentes em 31 de dezembro de 2014 e também exige do contribuinte

a apuração do passado, ou seja, dos dividendos percebidos. A regularização de valores aportados em "trust" também não poderá, em todos os casos, ser feita com base apenas na posição financeira de 31 de dezembro de 2014, e o próprio instituidor também terá que fazê-lo, porque no passado já teve a propriedade dos ativos aportados no trust – trata-se mais uma vez da regularização do passado não mais existente. Como se vê, a adesão que deveria ser fácil – pagar o imposto e multa sobre a posição financeira em 31 de dezembro de 2014 – não o é. Será preciso definir a estratégia de adesão caso a caso, para que não haja o mínimo erro nos valores informados, sobretudo, porque a Receita Federal, quando da regulamentação da Lei nº 13.254/16, já sinalizou que reconhecerá os efeitos da anistia somente sobre o valor declarado que foi base de cálculo do imposto e da multa.

O leitor, a esta altura do texto, deve estar se fazendo a seguinte pergunta: por que aderir ao REACT se o custo de regularização pode ser tão elevado, incluindo valores do passado? A resposta parece simples: não existe plano B. Os acordos internacionais para troca de informações assinados pelo Brasil, especialmente com os Estados Unidos e, no âmbito da OCDE, com 96 países, tornam o mundo um lugar bastante inseguro para o dinheiro não declarado. Embora haja, ainda hoje, testes milabares sobre soluções mágicas, tudo indica que é melhor crer que o mundo mudou. A anistia em exame pode não ser a sonhada, mas como se diz modernamente, "é o que tem para hoje".

Luiz Gustavo A. S. Bichara é sócio de Bichara Advogados e diretor da Associação Brasileira de Direito Tributário

Hugo Alves Câmara é associado de Bichara Advogados

E-mail: bichara@bichara.com.br
Este artigo reflete as opiniões do autor e não do jornal Valor Econômico. O jornal não se responsabiliza e não pode ser responsabilizado pelas informações acima ou por prejuízos de qualquer natureza em decorrência do uso destas informações.

Anexo XXI – Carteira Valor Setembro/2016

02 de Setembro de 2016 - Google Chrome
www.valor.com.br/virador/#/edicao/43221?page=9&searchOnNewsstand=true§ion=3&word=carteira%20valor

02 de Setembro de 2016 - Google Chrome

Finanças

Investimentos Mesmo após alta de quase 90% no ano, avaliação é que papel tem ganhos a capturar na bolsa

Petrobras volta a liderar indicações para 'Carteira Valor'

Adriana Cotas
De São Paulo

No pós-impachment da ex-presidente Dilma Rousseff, as indicações para a **Carteira Valor** de setembro colocam Petrobras PN no topo da lista de indicações das corretoras participantes. Após aparecer no portfólio de agosto com duas recomendações — e quebrar um jejum que durava desde dezembro de 2014 —, agora é das 10 corretoras participantes sugerem o papel.

Alto da estatal de petróleo, o setor financeiro ainda domina as sugestões dos analistas, com Itaú PN, com 4 indicações, junto com BB Seguridade ON (4), Cielo PN (4) e Banco do Brasil ON (2). A lista "top 10" é completada por ações eminentemente ligadas à expectativa recuperação doméstica ou por um viés mais defensivo. Rala Drogasil ON (2), Rumo ON (2), Transmissão Paulista PNA (2) e GenIus (2). Vale PNA, mais ligada a commodities, permanece no top de sugestões com 2 menções.

A forte geração de caixa apresentada pela Petrobras no segundo trimestre, de R\$ 10,8 bilhões, importante fator na decisão de avançar na lista para o segundo prazo, justificam a inclusão da estatal para o portfólio indicado pela BB Investimentos.

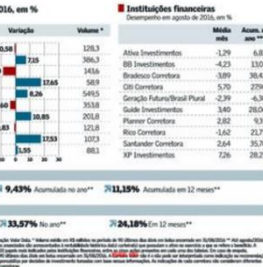
No mesmo tempo, a valorização cambial trouxe alívio ao estoque de dívidas denominadas

em moeda estrangeira, apesar de o lucro antes de impostos e ajustes pontuais de "impairment" (baixa contábil decorrente da perda do valor recuperável) de ativos de refinó ou do plano de demissão voluntária.

"Em nosso view, há uma sinalização que a companhia tem aproveitado para trazer todos os ajustes recomendados para melhorar seu balanço e estrutura de despesas administrativas no curto prazo, abdicando espaço para incremento nos resultados nos próximos trimestres", escreve a equipe de análise da corretora na justificativa das indicações.

Mesmo após Petrobras PN acumular valorização de quase 90% no ano, a RBC também colocou o papel em sua carteira de setembro. Mais do que o choque de gestão estabelecido com Pedro Parente no comando da estatal, a percepção é que o petróleo no mercado internacional não tem mais espaço para ceder muito além de US\$ 40 a barril. Adicionalmente, a avaliação é que a potencial valorização do real logará a favor da melhoria do perfil de caixa da companhia após a mudança no governo federal, diz o analista Roberto Indech.

"A venda de ativos anunciada nas últimas semanas também reduziu as preocupações de mercado em relação ao endividamento da companhia e que a Semabra apresenta uma boa performance na



Desempenho em agosto de 2016, em %		Instituições financeiras	
Variação	Volum *	Média	Acum. no ano
BB Seguridade ON (BBSE3)	-0,58	128,3	1,28
Itaú Unibanco PN (ITUB4)	7,15	386,3	-4,23
Cielo ON (CELS3)	-0,6	1416	-3,89
Banco do Brasil (BBAS3)	10,85	569	5,70
Petrobras PN (PETR4)	8,26	545,5	2,39
Vale PNA (VALE3)	-0,6	353,8	3,40
GenIus ON (GENI3)	12,53	202,8	2,82
Rumo Log (RUMG3)	12,65	121,8	1,62
GenIus ON (GENI3)	12,53	107,3	2,84
Unipar ON (UGPA3)	1,65	88,1	7,26
XP Investimentos			28,27

Recuperação da atividade econômica é mote para seleção

para novos investimentos em áreas de transmissão.

"Para melhorar o desempenho da estratégia, a carteira de 'players', os fundamentos em nível de retorno dos projetos e a percepção de que o pior momento para a cadeia de aço no mercado interno ficou para trás, a Anisa já tinha incluído GenIus na carteira indicada em agosto, lembrando que o mercado brasileiro responde por um terço da geração de caixa operacional da companhia.

Opção mais defensiva no

portfólio, Rala Drogasil ON se justifica pela resistência do setor farmacêutico, o único que cresce em um momento de fragilidade econômica.

Rumo ON, cuja rede ferroviária abarca 80% da produção agrícola brasileira, também já era uma aposta de Casa Pinheiro da Citi Corretora, após a empresa finalizar um aumento de capital de R\$ 2,6 bilhões, reafirmando o compromisso de financiamento do BNDES. Adicionalmente, lembra, a companhia obteve licen-

ças ambientais que permitirão renovar a sua malha ferroviária. Como catalizadores para o papel, ele cita potenciais adicionais, a redução dos juros de longo prazo e a previsão de alta do dólar, o que daria suporte às tarifas de frete.

Vale PNA, após sofrer realização de lucro no fim de agosto, junto com o recuo do minério de ferro, permanece na carteira BB Investimentos. A avaliação da casa é que a companhia seguiu no seu programa de desinvestimento, a fim de fortale-

Lei de regularização: ficção, presunção ou verdade material?

Anistia

Hamilton Souza, Horácio Rezende e Renato Mello



Entre 1960 e 2012, aproximadamente US\$ 400 bilhões seriam os recursos não declarados e decididos por brasileiros, enviados ao exterior, segundo avaliação da ONG, com sede em Washington, Global Financial Integrity.

Nunca se reconheceu que a Lei nº 13.254 de 2016 seria uma das fontes de arrecadação para socorrer a crise econômica do Brasil.

Contudo, muito se tem escrito sobre a base de cálculo do Regime Especial de Regularização Cambial e Tributária (RECC), tangenciando elementos

jurídicos que definem com precisão a finalidade da lei estampada no artigo 4º.

A Lei nº 13.254 de 2016 cria um sistema próprio para permitir a regularização de ativos não declarados por meio do qual a lei assumiu haver acréscimo patrimonial em 31 de dezembro de 2014 e sobre o valor nesse data previsto se a incidência de tributo (apenas nominal de IR) com alíquota de 15% multa de igual valor.

A análise literal da norma indica que para fins de adesão ao RECC, o interessado deve declarar os ativos "de que seja titular em 31 de dezembro de 2014" (artigo 4º).

Ve-se, assim, que a lei não elegue como base de cálculo apenas o valor de 2014. Foi além. Presumiu que esse valor fosse considerado para o efeito da regularização. Se a presunção é referida apenas ao que existia na data mencionada, não há como agregar à base de cálculo valores anteriores

por serem irrelevantes ao aperfeiçoamento da presunção.

De fato, art. 4º, parágrafo 8º, inciso III, estabelece que o titular de participação em pessoa jurídica estrangeira deve declarar "o valor de patrimônio líquido apurado em 31 de dezembro de 2014, conforme balanço patrimonial levantado nessa data".

Nessa hipótese, não seria materialmente possível que esse balanço fosse considerado valores anteriores que tenham sido consumidos. É não teria sentido se houvesse tratamento diverso entre pessoas físicas e jurídicas, sabendo-se que muitas se utilizam destas como veículo para seus investimentos no exterior.

O inciso II do parágrafo 8º do artigo 4º, por sua vez, estabelece que, para as operações de empréstimo, deve ser declarado "o saldo decorrente remanescente em 31 de dezembro de 2014, conforme contrato entre as partes". Não abrange os créditos imediatamente anteriores que tenham sido saldados. Tudo indica que a lei foi estruturada de forma a considerar apenas o existente na data tantas vezes referida. Quer dizer, não

teria sentido que, relativamente a esse tópico, não se considerassem créditos anteriormente saldados e, para os ativos financeiros, fossem a eles adicionados valores anteriormente consumidos.

Por outro lado, recorde-se que a lei define, também, um aspecto penal, e que, sob esse viés, faz todo o sentido a consideração da mencionada presunção dos valores existentes unicamente em 31 de dezembro de 2014.

Sob tal perspectiva, o grande benefício ofertado pela lei diz respeito à extinção de punibilidade em relação a determinados crimes vinculados a depósitos não declarados. Tal extinção implica, necessariamente, crime de evasão de divisas na modalidade de manutenção de depósitos não declarados no exterior.

Por questão de ordem lógica, para configurar o crime de evasão de divisas na modalidade de depósitos não declarados no exterior, devem-se seguir as premissas dadas pelo Estado na definição da data que deve ser levada em consideração para efeito de declaração em relação a tais depósitos. Assim,

considerando-se que o Banco Central estipula, através de suas cartas circulares, o dever de declarar o saldo em 31 de dezembro de cada exercício, tem-se como fundamental unicamente o retrato nesse dia, não importando qualquer movimento posterior, sobretudo ao longo do ano avaliado.

É evidente a presunção legal absoluta estampada de acréscimo patrimonial adquirido em 31 de dezembro de 2014, ainda que nessa data não exista saldo ou título de propriedade.

O sistema repousa em que, pago o tributo relativo ao apurado presumidamente em 31 de dezembro de 2014, há direito à anistia penal e a remissão tributária.

Embora a anistia penal esteja prevista no artigo 5º da lei e a remissão tributária no artigo 6º, parece claro que o elemento deflagrador da referida anistia é a declaração acompanhada do pagamento do tributo incidente.

Sustentar o critério de realidade, quando a lei histórica está baseada em presunção, não tem nenhum fundamento jurídico, e não está autorizada pela hermenêutica pela

simples razão de que a própria lei declarou a sua finalidade (artigo 5º).

A lei não comporta interpretação extensiva, não se podendo alcançar o que nela não esteja previsto, por força dos princípios da tipicidade e da legalidade em matéria tributária e penal.

O momento de pacificação e de segurança jurídica, devendo haver consciência de que a possibilidade de criação de um novo contencioso nada contribuiria para o sucesso do programa.

Hamilton Souza de Sousa é especialista em direito tributário pela Faculdade de Direito da USP.

Horácio Rezende Ribeiro é presidente do Instituto dos Advogados de São Paulo.

Renato de Mello Jorge Silveira é professor titular de direito penal da Faculdade de Direito da USP.

E-mail: horacio@inadadv.br

Este artigo reflete as opiniões do autor, e não do jornal Valor Econômico. O jornal não se responsabiliza e nem pode ser responsabilizado pelas informações acima ou por prejuízos de qualquer natureza em decorrência do uso destas informações.

Anexo XXII – Carteira Valor Outubro/2016

04 de Outubro de 2016 - Google Chrome
www.valor.com.br/virador/#/edition/432007?page=11&searchingOnNewsstand=true§ion=3&word=carteira%20valor

C10 | Valor | Terça-feira, 4 de outubro de 2016

Finanças

Carteira Valor: Novidades para outubro incluem papéis de Klabin, Ecorodovias e BM&FBovespa

Petrobras lidera entre indicações, apesar de subir mais de 100%

Alexandra Belotto
De São Paulo

Num ambiente ainda positivo para a bolsa, Petrobras PN reforça a liderança entre as indicações para a **Carteira Valor** de outubro. A "blue chip" beneficiada pela recuperação nos preços do petróleo e também por mudanças estruturais na empresa, ganhou mais um voto de confiança e figura agora entre as recomendações de sete dos dez corretoras integrantes.

Apesar da forte alta no ano, acima de 100%, a percepção é que há espaço para ganhos adicionais com Petrobras. Entre os principais papéis, estão um ambiente regulatório mais favorável, com mudanças na lei de parâmetros de pré-sal, a continuidade do plano de vendas de ativos e a melhora operacional, com ganhos de eficiência, produtividade e redução do endividamento, como mostra o novo plano de negócios anunciado recentemente.

Para entre mês, o portfólio, com alta de 0,47% em setembro, antecipa o fechamento da BM&FBovespa PN, traz apenas três mudanças para a carteira de Ecorodovias ON, que recebeu três votos, BM&FBovespa ON (Klabin Unit), com duas recomendações. Sustentam as novas indicações a perspectiva de recuperação da economia, com início do ciclo de corte de juros, o foco do setor governo em concessões e projetos de infraestrutura, além dos fatores que poderão impulsionar a retomada dos investimentos privados, beneficiando o mercado de capitais como uma das fontes provedoras de recursos.

Em termos de representatividade, o setor financeiro continua

à frente, com cinco nomes. Além de BM&FBovespa, indicada para outubro, seguem na carteira Itaú Unibanco PN, com cinco votos — um a mais que em setembro —, BB Seguridade ON, com três indicações, além de Banco do Brasil ON e Caixa ON, com duas citações cada. Completam o portfólio Gerdaí PN, que ganhou mais um voto em setembro, e Raia Drogasil, com duas indicações.

Na cena local, o início da apreciação no Congresso da Proposta de Emenda Constitucional (PEC) que cria um teto para os ganhos públicos é condição, na visão dos analistas, para sustentar o otimismo daqui para frente. Em relação com as indicações para a bolsa, a XP Investimentos destaca que grande expectativa dos investidores pela aprovação da medida na Câmara dos Deputados — primeira grande teste do novo governo —, considerada fundamental para a consolidação da confiança dos investidores de que o Brasil voltará aos trilhos.

"Além de ser um passo extremamente importante para a reorganização do quadro fiscal anual, a medida também representa um caráter simbólico muito grande, ela deve marcar a retomada da imagem de 'país sério' com o investidor estrangeiro", afirma Celso Falcão, analista da XP que assina o relatório.

A Redefinir Corretora, que tem uma visão otimista para a bolsa, também cobra o ajuste fiscal, começando pela aprovação da PEC dos ganhos, como fator-chave no cenário econômico. "Acredita-se que as contas públicas consigam se reequilibrar ao longo dos próximos anos sem uma medida ampla e balizadora como esta",

pondera José Catalão, analista responsável pelo relatório de estratégia da Redefinir. A despeito dos vários desafios fiscais, continua ele, se aprovada a PEC dos ganhos, os mercados tendem a incorporar a vitória nos preços.

Na política, a confiança no ajuste fiscal pavimentou o caminho para o início do ciclo de corte de juros em outubro, aberto inicialmente com os sinais de acomodação que vem dando a inflação. E já vem melhor o espaço para apostas mais contundentes na recuperação da atividade econômica e, consequentemente, dos lucros das empresas.

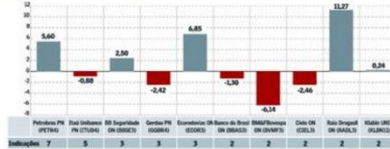
Este é o caso de Ecorodovias — uma das novidades para outubro —, que atua no setor de concessões rodoviárias e terminais logísticos. Na avaliação da XP, o cenário de desaceleração da inflação e corte da taxa Selic é altamente positivo para os resultados da empresa, que tem 50% da dívida atrelada ao IPCA 3/28 ou CTR-LIB+TEJ. A expectativa de recuperação da economia também beneficia a Ecorodovias, ao apoiar o fluxo de caixa.

O foco do novo governo no setor, abre espaço para ganhos futuros com o papel, apesar da alta superior a 70% no ano. Hoje, as ações da companhia são negociadas a um múltiplo EV/EBÍtda (valor de mercado em relação à sua geração de caixa) de 5,5 vezes. Além disso, apresenta um prêmio considerado elevado na avaliação da XP em relação à rival CCR, cujo indicador EV/EBÍtda é de 8,5 vezes.

Também novidade na carteira de outubro, Klabin é outra que pode ganhar com a recuperação

Carteira Valor

Reestabilidade em setembro para as ações indicadas em outubro - em %



Desempenho em setembro de 2016

Variação	Volum*	Média	Acum. em %
Petrobras PN (PETR4)	5676	2,62	9,62
Itaú Unibanco PN (ITUB4)	3834	3,43	16,89
Caixa ON (CXSE3)	1411	2,68	42,13
BB Seguridade ON (BBSE3)	1348	1,89	23,48
Vale PN (VALE3)	3015	1,91	-4,59
Banco do Brasil ON (BBAS3)	3828	0,64	29,62
Gerdaí PN (GERDA3)	1095	1,13	8,07
Rumo Log ON (RUMG3)	626	1,67	23,76
Raia Drogasil ON (RADL3)	621	0,38	36,00
Terminais Rodovias PN (TRPL4)	261	0,95	29,49

Carteira Valor reestabilidade

Reestabilidade	Reestabilidade	Reestabilidade
0,47% Média no mês	9,95% Acumulada no mês**	12,15% Acumulada em 12 meses**
0,80% No mês	34,64% No mês**	29,53% Em 12 meses**

* Nota: Valores em milhões de reais. ** Nota: Média no mês em % sobre o preço de fechamento do dia anterior. Acumulada no mês e em 12 meses em % sobre o preço de fechamento do dia anterior. Fonte: Valor Investimentos. Última atualização: 03/10/2016.

XP lembra ainda que o plano de venda de ativos em curso e a entrada de um novo controlador na Ecorodovias com experiência no setor, o italiano Gruppo Gca, abre espaço para ganhos futuros com o papel, apesar da alta superior a 70% no ano. Hoje, as ações da companhia são negociadas a um múltiplo EV/EBÍtda (valor de mercado em relação à sua geração de caixa) de 5,5 vezes. Além disso, apresenta um prêmio considerado elevado na avaliação da XP em relação à rival CCR, cujo indicador EV/EBÍtda é de 8,5 vezes.

Também novidade na carteira de outubro, Klabin é outra que pode ganhar com a recuperação

do mercado interno, na avaliação de Rafael Ohmachi, da Guide Investimentos. A companhia é a única fornecedora de colinas de fibra longa e um dos únicos produtores de colinas "buff", usadas para a fabricação de absorventes e fraldas, no mercado doméstico.

A Flanier mantém a recomendação para Klabin. Segundo o analista Márcio Roberto Marinho, a rev é suportada por sinais de recuperação das vendas de papelão ondulado na entrada da retomada da atividade econômica, uma vez que grande parcela da receita da produtora de papel e colinas está voltada para o mercado interno.

Com o lançamento do projeto Puma, apontam os analistas, a empresa aumentou a produção

anual de colinas em 1,5 milhão de toneladas e entrou em fase de desendividamento, com esperada evolução na geração de caixa, após o ciclo de investimentos.

Guides também é uma aposta na retomada da economia local e, consequentemente, do mercado de aço. Consoante a Alta Investimentos, o Brasil responde por um terço da geração de caixa operacional da siderúrgica.

Já Raia Drogasil, ainda segundo a Atriva, tem uma característica mais defensiva justamente para o momento econômico ainda desafiado: "O varejo farmacêutico é o único segmento com crescimento nas vendas, apesar de toda a desaceleração do crédito e da atividade econômica brasileira", aponta a corretora. (AB)

BM&FBovespa reforça peso do setor financeiro

De São Paulo

O setor financeiro ganhou mais um reforço entre as indicações para a **Carteira Valor** de outubro. Trata-se de BM&FBovespa ON, que recebeu dois votos.

Na avaliação da Redefinir Corretora, a perspectiva de retomada dos investimentos privados

tem potencial para trazer novo impulso à operação de abertura de capital no Brasil (IPO, na sigla em inglês), beneficiando diretamente o giro de negócios, levando ao crescimento do volume de negócios no mercado futuro.

Para os bancos — Itaú e Banco do Brasil —, a avaliação macroeconômica, segundo a XP, é que eles

se beneficiam do crescimento econômico, com menor risco de inadimplência e a volta do crescimento do crédito. "Meditamos sobre o setor financeiro, deverá aumentar com queda na inadimplência, custo menor de captação e juros ainda elevados no empréstimo", destaca a corretora.

BB Seguridade é uma aposta no

alto retorno e na ampla capacidade de expansão, especialmente na base de cliente do BB, aponta a XP. Além disso, segundo a corretora, a empresa pode ganhar com o aumento da procura por previdência privada, na reativa das discussões sobre reforma do sistema público.

Por fim, Caixa, segundo o Citi, conta com um histórico consistente

de resultados e expectativa de aceleração no crescimento de lucros ao longo dos próximos anos, contribuindo para a redução do endividamento e o aumento no pagamento de dividendos. "As ações vêm de uma realização em agosto, o que entregamos como um bom ponto de partida", diz a corretora. (AB)

Pela Constituição, políticos poderiam aderir à repatriação

Anistia

Adib Abdouni



O aneprojeto de lei do deputado Alexandre Baldy (PTN-CO), que propõe a alteração da denominação Lei de Repatriação de Capitais (Lei 13.254, que estabelece o Regime Especial de Regularização Cambial e Tributária, o RECBT), tem fomentado discussões não só nos bastidores políticos como no meio jurídico.

Alameda-se que a proposta busca viabilizar a extensão do benefício oferecido pelo governo federal de regularização de capitais obtidos de maneira lícita e mantidos no exterior

por brasileiros, aos detentores de cargos e funções públicas de direito ou efetiva, assim como aos seus parentes — personagens que até o presente momento estão impedidos de aderirem ao sistema, ante a vedação expressa contida no artigo 11 do aludido diploma legal.

Especula-se, outrossim, que há iniciativas outras de alterações. Uma delas estaria relacionada à explicitação da fixação da base (30 de dezembro de 2014), a ser de marco temporal do saldo de valores existentes em conta no exterior, como de base de cálculo para incidência da exação tributária e da respectiva sanção acessória. É uma providência, em nome da segurança jurídica, que visa sanar a divergência atual de interpretação que depende acerca da aplicação da tributação considerando todos os valores ligados ao fluxo financeiro da movimentação bancária ou somente sobre o saldo. Também estaria em estudo o adiantamento do prazo final (31 de outubro de 2016) para adesão ao programa — uma prática já construída na seara fiscal brasileira e que costuma premiar os contribuintes retardatários em

detrimento dos pontuais.

A mais polêmica assenta-se na hipótese de abolição da proibição da utilização do RECBT, por parte dos atores descritos no referido artigo 11. Com efeito, à primeira vista, a proposta sua incidência e destinada a beneficiar a classe política, servidores públicos e seus parentes, numa afronta aos princípios da impessoalidade e moralidade, insculpido no artigo 37 da Constituição Federal.

Contudo, a ideia merece uma reflexão maior, a desaguar numa hipótese de correção legislativa, a afastar a sanção de que tais destinatários incorram, presumidamente, em ilegalidade e que seus recursos tenham origem ilícita.

Nessa quadra, ou seja, se diz que é majoritário o entendimento de que nenhuma iniciativa de modificação de texto legal conterá proposta com o fim de incluir recursos a serem repatriados, que não tenham origem lícita.

Se assim o é, mostra-se pouco provável que o contribuinte pretenda aderir ao RECBT, sem que a natureza dos recursos e bens que não declarou, refujam da lícitude.

Presente a legalidade na sua origem, a proibição da regularização da transgressão tributária conferida pela lei (abstrata e geral) é determinada pelo destinatário, sem explicitação e justificada pertinência compatível com as discriminações pré-determinadas no texto constitucional, revolta em quebra do princípio da isonomia — face ao tratamento diferenciado imposto a pessoas que se encontram, em princípio, em situação idêntica. Tal princípio, consagrado no artigo 5º, caput, da Constituição, busca estantemente impedir feros à atuação do legislador, de modo a se evitar o arbitrio e o abuso.

Confira-se: "Artigo 5º: Todos são iguais perante a lei, sem distinção de qualquer natureza, garantindo-se aos brasileiros e aos estrangeiros residentes no país a inviolabilidade do direito à vida, à liberdade, à igualdade, à segurança e à propriedade, nos termos seguintes".

Postulado esse, a garantir o tratamento igualitário aos contribuintes, que encontra eco no artigo 150º, inciso 2 da carta da República, enquanto limitação imposta ao poder de

tributar, que deve ser observado, sob pena de inconstitucionalidade da norma editada:

"Artigo 150º: Sem prejuízo de outras garantias asseguradas ao contribuinte, é vedado à União, aos Estados, ao Distrito Federal e aos Municípios: (...) 2) instituir tratamento desigual entre contribuintes que se encontrem em situação equivalente, proibida qualquer distinção em razão de ocupação profissional ou função por eles exercida, independentemente da denominação jurídica dos rendimentos, títulos ou direitos".

Ese raciocínio pode ser levado a efeito, especialmente para abrangere os detentores de cargos, empregos e funções públicas, o respectivo cônjuge e os parentes consanguíneos ou afins, até o segundo grau ou por adoção, garantindo-lhes, assim, tratamento isonômico, ao abrigo da Constituição.

De outro lado, no texto final do anteprojeto, uma ressalva justificável e republicana — quanto à vedação trazida pelo artigo 11 da Lei 13.254 — poderia ficar adstrita somente

aos agentes de funções eletivas, a bem da moral, da ética e do interesse público, enquanto legítima escolha política-legislativa, ausente, nesse ponto, de qualquer malícia à Carta Magna.

Com isso, evitar-se-ia não só o casuísmo já referido, mas também iria garantir que a finalidade desta lei, estabilizada por sua feição tributária-financeira e arrecadatória, não ganhasse contornos de desvirtuamento e suspeita de patrocínio de benefício próprio, tornando-se, até mesmo, uma forma de recuperação do prestígio da classe política, de moldura tão atarralada e drogada nos últimos tempos.

Adib Abdouni é advogado criminalista e constitucionalista, ex-professor de direito constitucional da FUC-SP e titular do escritório Adib Abdouni Advogados. E-mail: adib@adibadvogados.com.br

Este artigo reflete as opiniões do autor, e não do jornal Valor Econômico. O portal não se responsabiliza e não pode ser responsabilizado pelas informações incorretas ou por prejuízos de qualquer natureza em decorrência do uso destas informações.

Anexo XXIII – Carteira Valor Novembro/2016

03 de Novembro de 2016 - Google Chrome
www.valor.com.br/irador/#/edicao/431807?page=11&searchingOnNewstard=true§ion=3&word=carteira%20valor

C10 | Valor | Quinta-feira, 3 de novembro de 2016

Finanças

Investimentos Ação tem a preferência de 7 das 10 corretoras na Carteira Valor e divide atenção com o setor financeiro
Petrobras PN lidera indicações para o mês

Adriana Collas
De São Paulo

Menos após a forte alta de Petrobras PN no ano, com valorização acumulada de cerca de 150% as ações da estatal seguem no topo das recomendações para a Carteira Valor. Para novembro, 7 das 10 corretoras participantes indicam o papel. O ambiente regulatório mais favorável, com a recém-anunciada revisão da política de preços para os combustíveis, e o cenário para redução de gastos e venda de ativos sob a gestão de Pedro Parente estão entre as justificativas para o investimento.
Ademais recomendações estão divididas entre o setor financeiro — Itaú Unibanco, com 5 indicações, Banco do Brasil (3), BB Seguridade (3) e BM&FBOvespa (2) — e ativos que se beneficiam da esperada recuperação da atividade econômica, como Gerdaul (4) e Leas Renner (2). O viés mais defensivo aparece com Laras, Escrovoia (2) e Itaú Unibanco (2).

baratas na bolsa e com tanta aderência e que podem ter performance superior à do Bovespa".
No setor financeiro, a corretora ainda mantém Itaú, historicamente uma das preferências da casa. "O banco teve um resultado fantástico. Havia uma preocupação com a elevação da provisão e da inadimplência, que não ocorreu. E está bem posicionado para a retomada da economia".
Em vez de Itaú, a Flanner privilegia Banco na sua carteira, pelo desconto em relação ao banco no pregão e por ser uma opção mais defensiva, embora o dividendo oriundo no resultado por equivalência patrimonial, cita o analista Victor Martins. "Como é mais barato, tem um yield [o retorno em dividendos] maior". Para BB Seguridade, há uma avaliação pautada, já que 60% do resultado do banco vem da atividade de seguro e a ação foca para não comparativo. Enquanto Banco do Brasil (BB) subiu 106,5% neste ano, a ação da seguradora avançou 40,3%.
O viés defensivo aparece na indicação de Laras pela Cit Corretora. Com um retorno em dividendo projetado em 15,5%, tanto mais atrativa foi o papel conforme cai a Selic, diz Pinheiro. A instituição projeta a taxa básica em 10,25% para 2017. A redução do juro também embasa a opção por Escrovoia. Com grande parte da dívida atrelada ao CDI, o movimento reduz o endividamento num momento em que a corretora vê a empresa em curto prazo. Já a indicação de Gerdaul vai na linha de ser uma atividade sensível ao desempenho do IIR.

Carteira Valor
Rentabilidade em outubro para as ações indicadas em novembro - em %



Desempenho em outubro de 2016, em %

Table with columns: Ação, Variação, Volume, Média mês, Anos. It lists various stocks like Petrobras PN, Itaú Unibanco, BB Seguridade, etc., with their respective performance metrics.

Instituições financeiras

Table showing the performance of financial institutions in October. It lists institutions like Alvia Investimentos, Itaú Unibanco, etc., with their respective performance metrics.

Banco médio privilegia parcerias e se destaca no programa de anistia
Renan propõe reabertura de repatriação em janeiro

Massimiliano Bellotto
Adriana Collas
De São Paulo
Programa de regularização de ativos no exterior, concluído na segunda, abriu uma frente de ações importante para alguns bancos médios que deslocaram equipes para atuar no processo.
O Banco Paulista abriu mais de 950 centos de pessoas físicas que aderiram à anistia. No total, o diretor de câmbio Tarciso Rodrigues conta que o banco trouxe R\$ 2,5 bilhões, dos quais R\$ 2,3 bilhões para pagar multa e imposto. Com foco na prestação de serviços, especialmente em câmbio, e sem capitalidade, a estratégia adotada foi buscar parcerias com advogados tributaristas e criminalistas, além de private banks no exterior que tinham melhores contatos com os clientes.
"Visitamos mais de 230 escritórios de advocacia. A partir de agosto, com o aumento da demanda para abertura conta, mandamos colaboradores para Suíça, Luxemburgo, Irlanda e Mônaco".
Do volume trazido pelo banco, 70% vieram por meio de advogados e 30% por meio de clientes, em parceria com bancos no exterior. Em relação aos países de origem, disse Rodrigues, mais de 50% vieram da Suíça e 35% do EUA.
O Banco Modat também viu no programa uma oportunidade para incrementar suas atividades na área de operações estruturadas e de gestão de carteira. Abriu uma frente de relacionamento com os bancos suíços, apresentando o conhecimento da legislação, e o contato com as principais bancas de advocacia no exterior. A instituição bancária, conta o sócio Pedro Marcelo Lazzardo. Com a iniciativa, a instituição atendeu cerca de 700 clientes que pagaram só em multas e impostos R\$ 2,4 bilhões.
"Não fechamento de câmbio, a gente definiu um ganho a mercado não agressivo e que fosse transparente para o cliente, mostrando na tela o câmbio do momento. Era ali o meu custo".
Como fato desse esforço, o banco espera capturar esse cliente para o Modat, a sua plataforma de investimentos que atende a pessoa física. Lazzardo diz que, num primeiro momento, os investidores se concentraram na regularização, mas agora já começam a atuar de investimentos em ações.
"É um perfil que tem entre 60 e 70 anos, um patrimônio médio de US\$ 5 milhões nos bancos suíços e que mandou dinheiro para fora nas décadas de 80 e 90 para proteção patrimonial, da inflação e da herança, do Plano Collor", cita. Só de sobras de Duf — dinheiro excedente trazido para o pagamento de multa e IR —, Lazzardo conta que houve ingresso de R\$ 120 milhões, volume ao qual o Modat não vem dando algum destino.

nos primeiros dias de janeiro, pois a reabertura possibilitará no próximo ano receita adicional [qual] obtida este ano], apontou Renan.
Na avaliação do secretário da Receita, Jorge Bacchi, é difícil avaliar se o valor dos ativos regularizados é "baixo ou alto". Na comparação com regularizações realizadas em outros países, o programa de regularização no Brasil foi bem sucedido, segundo ele. Do total de contribuintes que apresentaram a declaração, 26.011 foram pessoas físicas e 103, pessoas jurídicas. As pessoas físicas regularizaram R\$ 163,875 bilhões, o que corresponde a R\$ 24,581 bilhões em imposto de Renda e R\$ 24,580 bilhões em multa. No caso das empresas, foram regularizados R\$ 6,094 bilhões, o que gerou R\$ 909,79 milhões em IR e R\$ 909,738 milhões em multa.

O presidente do Congresso Nacional, o senador Renan Calheiros (PMDB-AL), apresentou na próxima terça um projeto para reabrir o prazo para regularização de recursos mantidos legalmente no exterior. Segundo o senador, a ideia é entrar os primeiros dias de 2017 já com o novo prazo de adesão. O programa de regularização geraria ao governo uma arrecadação de R\$ 50,9 bilhões em Imposto de Renda (IR) e multa, segundo a Receita Federal. Ao todo, 25.114 contribuintes apresentaram a declaração, totalizando regularização de R\$ 169,9 bilhões em ativos.
"Proprio ao presidente Temer reabrir o prazo da regularização para o próximo ano. É preciso reabrir já

As ações da Petrobras continuarão subindo?

Palavra do Estrategista
André Rocha



Um dos melhores investimentos nos últimos 12 meses foi investir nas ações da Petrobras. Os papéis sem direito a voto tiveram apreciação de 115,3% no período. O presidente escolhido, Pedro Parente, com carteira bem-sucedida no setor privado trouxe de volta um discurso comprometido com a razoabilidade econômica. Nada muito sofisticado: apenas lembrou que despesas e investimentos têm que caber dentro do orçamento. Essa máxima havia sido ignorada pelo governo anterior guiado

por um voluntarismo pueril e por objetivos menos nobres. A alteração da postura da administração foi fundamental para a sobrevivência da companhia que caminha para um cenário de instabilidade econômica. O desempenho da ação demonstra que os investidores reconheceram essa mudança. Mas o realizado, até agora, é suficiente para uma valorização sustentada das ações? As ações ficaram caras após o rally?
Muitos indicam a Operação Lava Jato como a principal causa da depreciação dos resultados financeiros da Petrobras. O prejuízo com propinas é calculado em R\$ 6 bilhões. Embora esse esquema tenha drenado caixa da empresa, a política de contenção dos preços dos derivados entre 2010 e 2014 foi muito mais danosa à empresa. Como a Petrobras importa o óleo a uma taxa superior ao vendido no mercado doméstico, estima-se que a perda gerada foi de R\$ 60 bilhões no período, deves o escândalo com corrupção.
A consequência dessa política de investimentos desastrosos foi a elevação do endividamento a níveis preocupantes. As primeiras medidas da nova administração foram reduzir os investimentos futuros, anunciar a venda de ativos não estratégicos e controlar custos e despesas. Embora a execução das medidas não seja imediata, o mercado se antecipou fazendo com que o preço da ação caísse mais do que duplicado em um ano.
Contudo, duas métricas mostram como a petrolífera ainda apresenta uma situação preocupante: O endividamento líquido sobre a receita estava em 4,0 vezes em junho último. É a empresa mais alavancada entre nove analisadas. A segunda mais endividada é a Royal Dutch Shell com 3,1 vezes. A média desse grupo é cerca de metade do da companhia brasileira: 2,2 vezes. Em um ano, a queda da alavancagem foi material de 4,1 vezes para 4 vezes.
A outra medida é a divisão das despesas administrativas pela receita. Em outra palavra, quando da receita é destinada

ao custeio das despesas gerais, administrativas e de vendas. Em junho, a Petrobras possuía em dois maiores indicadores — 5,28 — superada apenas pela Petrobrás (doe por coincidência outra estatal) e pela russa Gazprom. A média das nove companhias analisadas é bem inferior: 6,7%. O número da Petrobras chama ainda mais a atenção porque, nos últimos três anos, essas despesas tiveram uma queda nominal de 24,9%. A ditadura ainda terá muito trabalho.
A valorização das ações não tornou os papéis da Petrobras caros quando medidas pelo indicador P/VEstada de 2016, em que o valor da firma "firm value" (em inglês) é calculado somando-se o valor de mercado com a dívida líquida, enquanto o Estada é uma medida simplificada da geração de caixa projetada para 2016. Em 29 de outubro, as ações preferenciais negociavam a um múltiplo de 6,9 vezes ainda com desconto de cerca de 8% para o grupo das nove empresas observadas. Apesar de ainda depreciação para a demais, os papéis de Petrobras

Anexo XXIV – Carteira Valor Dezembro/2016

02 de Dezembro de 2016 - Google Chrome

www.valor.com.br/virador/#/edition/431607?page=11&searchOnNewsstand=true§ion=3&word=carteira%20valor

C10 Valor | Sexta-feira, 2 de dezembro de 2016

Finanças

Carteira Valor Redução de produção pela Opep é gatilho extra para papel; setor financeiro aparece em peso

Petrobras lidera indicações em dezembro

Adriana Collas De São Paulo

As ações da Petrobras estão no topo das indicações para a "Carteira Valor" em dezembro. Um gatilho extra para o papel, segundo os analistas, é a decisão da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (Opep) de reduzir a produção em 1,2 milhão de barris ao dia, para 32,5 milhões de barris, foi apenas a cereja do bolo.

"As regras, a política de preços, agora são mais claras e com o petróleo em alta é de se esperar o reajuste da gasolina e do diesel por aqui", afirma o analista Caio Pinheiro, da Citicoreira. Para ele, o principal diferencial para o papel é ainda a venda de ativos. No radar está, por exemplo, a BR Distribuidora.

Leonardo Milane, superintendente de mesa de varejo da Santander, também conta com um reajuste de preços dos produtos, além que a renegociação de dívidas e o corte de custos empreendedores pela gestão

de Pedro Parente não foram plenamente assimilados. "Há um choque de governança a caminho, mas não acredito", diz. O mesmo choque de governança é citado por ele para a escolha de bancos do Brasil para a carteira, dando um voto de confiança ao novo comando do banco. "A sinalização é que o BB não empresta mais a qualquer custo, tem plano de fechar agências e de corte de pessoal que pode representar economias de R\$ 700 milhões a R\$ 1 bilhão", afirma. "E o banco atualiza um segmento mais conservador, não depende tanto do PIB e está relativamente mais barato que Itaú e Bradesco, com desconto de 10% em relação ao valor patrimonial".

BM&F Bovespa é outra aposta do setor financeiro da Santander. A justificativa para o investimento, diz Milane, é o aumento esperado das ações nos próximos 12 meses, deflagrado pelo melhor da economia, além do esperado

aproveitamento de sinergias decorrente do fusão com a Citic. Itaú e Bradesco PN estão entre as recomendações da BB Investimentos. Para Itaú, a leitura é que o banco tem sido bem sucedido na estratégia de diversificação de receitas, com menor dependência do crédito e maior participação de serviços, além de colher os frutos da sua distribuição geográfica. Bradesco, por sua vez, em fase de transição para consolidar a operação do HSBC, sofreu um baque no mercado em novembro, o que levou o seu múltiplo precificatório para 8,8 vezes, retornando à média dos últimos cinco anos.

Para Pinheiro, da Citicoreira, o Itaú tem um sólido balanço e o excesso de capital proporciona flexibilidade para que o banco faça aquisições ou releve a parcela do lucro distribuída aos acionistas. Na sua avaliação, como o banco tem melhor retorno sobre o capital do sistema bancário brasileiro, justifi-

ca que seja negociado com prêmio em relação aos seus concorrentes. Fora do setor financeiro, o analista indica Gentil por acreditar que o setor siderúrgico é uma boa opção para se capturar a recuperação da atividade, bem como as intenções de investir em infraestrutura do governo de Donald Trump, nos Estados Unidos. A expectativa de Pinheiro é que a companhia registre significativa recuperação de margem nos próximos trimestres. Outra ação indicada de Pinheiro é a Rala Drogasil. A avaliação é que a rede, que pretende abrir 200 lojas em 2017, atua num dos segmentos mais resilientes do varejo, tem uma boa execução do seu negócio e uma política de preços atrativa para o consumidor. "A companhia tem uma oferta diversificada de produtos em suas lojas, uma boa prestação de serviços e consegue ganhar participação de mercado."

Suzano Papel está na carteira da Guide. Segundo o estrategista Luiz Gustavo Pereira, a fabricante tem conseguido trabalhar preços diante da recuperação da indústria no mercado internacional e sinais de demanda mais forte na Ásia. "A companhia tem balanço para participar de uma consolidação do setor", acrescenta. Outra aposta da Guide é a Vivo, um ativo mais defensivo que pode proporcionar um retorno em dividendo de 5,5% em 12 meses. "A companhia conseguiu, mesmo num ambiente mais difícil, ter resultados saudáveis no terceiro trimestre". É passada a crise hídrica. Pereira incluiu Sabeop. A expectativa é que na revisão tarifária, a empresa crie uma política de preços mais flexível. Além disso, atou para diminuir a perda de água e cortar custos. A maior eficiência pode resultar numa margem operacional na casa dos 40% em 2017.

Carteira Valor

Rentabilidade em novembro para as ações indicadas em dezembro - %



Desempenho em novembro de 2016, em %

Variação	Valor
Petrobras PN (PETR4)	-4,50
Itaú Unibanco ON (ITUB4)	-2,72
Gentil PN (GGGR4)	23,14
Banco do Brasil ON (BBAS3)	-2,41
BB Seguradora ON (BBSE3)	-10,00
Rala Drogasil ON (RADL3)	-4,99
BM&F Bovespa ON (BMF3)	-1,27
Lojas Renner ON (LREN3)	-13,30
Eurovócher ON (EUOV3)	-4,44
Tanex UNIT (TAE11)	-4,18

Instituições financeiras

Méio	Ativo em mil
Alfa Investimentos	-2,39
BB Investimentos	3,05
Bradesco Corretora	-10,11
Cit Corretora	5,11
Santander Brasil Investimentos	-10,34
Guia Investimentos	-4,27
Planner Corretora	-0,85
Rico Corretora	-10,66
Santander Corretora	-10,62
XP Investimentos	-2,62

Carteiras de ações sugeridas para dezembro por algumas instituições financeiras - rentabilidade em novembro

Ativo Investimentos	BB Investimentos	Bradesco Corretora	Cit Corretora	Guia Futuro/Brasil Planal
Ação	Ação	Ação	Ação	Ação
Banco do Brasil ON (BBAS3)	Itaú Unibanco PN (ITUB4)	Banco do Brasil ON (BBAS3)	Santander PN (SANT4)	Banco do Brasil ON (BBAS3)
Itaú Unibanco ON (ITUB4)	Petrobras PN (PETR4)	Itaú Unibanco PN (ITUB4)	Itaú Unibanco PN (ITUB4)	Itaú Unibanco PN (ITUB4)
Gentil PN (GGGR4)	Petrobras PN (PETR4)	Klabin UNIT (KLBN3)	Petrobras PN (PETR4)	Rala Drogasil ON (RADL3)
Petrobras PN (PETR4)	Rala Drogasil ON (RADL3)	Klabin UNIT (KLBN3)	Petrobras PN (PETR4)	Santander Brasil Investimentos
Rala Drogasil ON (RADL3)	Varig UNIT (VUAR3)	Transmissora Paulista PN (TRPL4)	Tanex UNIT (TAE11)	Transmissora Paulista PN (TRPL4)

Planner Corretora	Rico Corretora	Santander Corretora	XP Investimentos
Ação	Ação	Ação	Ação
Banco do Brasil ON (BBAS3)	BB Seguradora ON (BBSE3)	Banco do Brasil ON (BBAS3)	Banco do Brasil ON (BBAS3)
Eletrobras PN (ELET4)	Bradesco PN (BRDE4)	Bradesco PN (BRDE4)	Gentil PN (GGGR4)
Subop ON (SOPF3)	Hypocor PN (HYPC3)	Petrobras PN (PETR4)	Itaú Unibanco PN (ITUB4)
Suzano Papel PVA (SUZPB3)	Itaú Unibanco PN (ITUB4)	Mariposa ON (MARI3)	Petrobras PN (PETR4)
Santander Brasil Investimentos	Petrobras PN (PETR4)	Suzano Papel PVA (SUZPB3)	Santander Brasil Investimentos

30 -4,79% Média no mês | 15,93% Acumulada no ano | 12,13% Acumulada em 12 meses | 4,65% No mês | 42,81% No ano | 37,20% Em 12 meses

Poupança de longo prazo e os novos produtos previdenciários

Palavra do gestor

Felipe Bottino



Com uma reserva acumulada de mais de R\$ 568 bilhões (de dezembro de 2015) e crescimento anualizado de 25% desde 2005, a indústria de previdência se consolida como o principal veículo de poupança de longo prazo do investidor brasileiro. Os últimos dois anos emblemáticos para ilustrar a resiliência e potencial do produto: apesar da grave crise econômica, que levou a uma queda do PIB brasileiro de 3,80% em 2015 e de 3,46% (estimada em 2016), o estoque

de previdência complementar aberta cresceu 55% no período. É preciso lembrar que o Brasil enfrenta uma séria crise fiscal que coloca em dúvida a capacidade do Estado de honrar seus compromissos futuros e um dos principais motivos de preocupação é exatamente a Previdência Social. A discussão da reforma previdenciária relembra diariamente a população que não é possível contar somente com os recursos da Previdência Social para sua aposentadoria. Outro ponto relevante para o crescimento da indústria de previdência privada nos últimos anos é o refinanciamento da poupança. Quando a taxa Selic está acima de 8,5%, como atualmente, o retorno da caderneta é de 0,5% mais TR ao mês. Ou seja, nesse caso, cada investidor cotiza um aporte para que o brasileiro busque melhores opções. O fôlego negativo da poupança nos últimos dois anos é um excelente indicador de concentração da população. O estressado investidor busca previdência complementar

aberta em evidência. Sob os holofotes do governo, mídia e população apareceram oportunidades de melhoria. A indústria mostrou grande capacidade de evolução e adaptação, que unido à estabilidade nas regras, técnicas, permitiram a manutenção da tendência de crescimento. No entanto, a concentração do setor preocupa e certamente contribui para um menor ritmo das transações. Atualmente, 94% da indústria está concentrada em somente cinco "players", os grandes bancos de varejo, que fazem um bom trabalho de disseminação do produto. Entretanto, fica a cargo das seguradoras independentes uma consultoria mais aprofundada e oferta de produtos mais sofisticados. Uma das críticas mais comuns aos produtos PGBL e VGBL é de que as altas taxas de administração anulam o benefício fiscal. Para solução desse problema, não foi necessária a intervenção governamental e as leis de mercado prevaleceram. O aumento da competição e o maior acesso à informação do

consumidor fizeram com que as taxas caíssem naturalmente. A legislação contribuiu muito para a livre competição permitindo a migração entre planos sem imposto e burocracia. Também vale destacar a participação fundamental das seguradoras independentes e corretoras de seguros que estimularam essa competição com a oferta de produtos e serviços diferenciados e personalizados. Outra crítica muito comum à indústria de previdência aberta era em relação à suas regras de investimentos, que eram rígidas e impediam uma gestão ativa. A resposta do mercado para esse ponto contou com a ajuda do governo, que no ano passado flexibilizou as regras de investimento através da nova Resolução CMN 4.444. A nova resolução permite investimentos nos criativos, fundos com até 100% em crédito privado e ações. Essa simples mudança despertou o interesse da maioria dos gestores independentes do país, como o Verde Asset e o Adam Capital, lideradas, respectivamente, por

Luiz Stuhlberger e Marcio Appel. Com uma entrada de grandes gestores independentes no mercado de previdência, espera-se um movimento de diversificação de gestão e consequente redução da concentração da indústria no longo prazo. Outra ação conjunta entre o mercado e o governo foi a disciplina a venda de produtos de previdência por meios remotos, entre eles a venda on-line. A internet facilita a comparação de produtos e permite que os corretores de seguros ganhem capilaridade, o que ajudará muito no ganho de eficiência dos produtos e na redução da concentração da indústria. Por fim, vale destacar o caráter democrático da legislação de previdência aberta brasileira. Ao contrário de inúmeros países, que limitam os benefícios fiscais a um determinado valor, no Brasil os benefícios fiscais do PGBL são limitados a 12% da renda bruta anual, incluindo o

13º salário do cidadão. Dessa forma, o mesmo produto é utilizado para investidores de diversas faixas de renda, o que mais uma vez contribui para a oferta de produtos mais competitivos. Dezembro é o mês da chegada do 13º salário e também é quando os brasileiros fazem reflexões sobre o ano que passou e planejam seu futuro. É, portanto, um ótimo momento para checar se seu plano está adequado à nova previdência, avaliar o valor das suas contribuições e fazer um aporte extra visando colher os resultados lá na frente.

Felipe Bottino é superintendente de produtos de previdência da Itaú Seguros. Graduação em Engenharia pela PUC-RJ, fez mestrado em administração pela FGV e possui certificação em previdência pela IAPMEI. E-mail: bottino@itaseguros.com.br